



Munich Personal RePEc Archive

Renouncing to the Optimal Currency Area Theory ?

Landais, Bernard

Université de Bretagne-Sud

4 April 2018

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/85695/>
MPRA Paper No. 85695, posted 04 Apr 2018 22:46 UTC

Renoncer à la théorie des zones monétaires optimales ?

Par : Bernard LANDAIS, Professeur Emérite, Université de Bretagne-Sud, France.

Mail : landais-bernard@wanadoo.fr

Résumé

Cet article analyse la crise économique de 2008 en Europe et tente de voir dans quelle mesure elle valide ou non la Théorie des Zones Monétaires Optimales (ZMO). Parmi les causes de la crise on ne retrouve pas les fameux « chocs asymétriques » évoqués par la Théorie mais au contraire une montée progressive de déséquilibres aggravés par l'Union Monétaire elle-même. Du côté des ajustements post-crise, certains de ceux que prévoit la Théorie se sont produits mais n'ont pas conduit à une situation optimale à la fois du point de vue des adhérents (optimalité d'adhésion) et de celui du groupe tout entier (optimalité d'admission). Nous pensons que ces deux optimalités devraient être conjointement validées dans le cas de groupes de nations indépendantes. La Théorie des Zones Monétaires Optimales est donc fortement remise en cause par l'expérience européenne récente.

Renouncing to the Optimal Currency Area Theory ?

Abstract

This paper emphasize the 2008 economic crisis in Europe and try to gauge the convenience of the Optimal Currency Area Theory (OCA). First, among the the causes of this crisis one does not see the famous « assymetric chocks » but only the increasing path of desequilibria before the clash, worsened by the Monetary Union itself. Second, on the ajustment side, after the recession, there were some of the adjustment patterns described by the Theory. Nevertheless, they have not conducted the european economies to optimal situations both from the point of view of members (adhesion optimality) and of the entire group (admission optimality). We think that this two kinds of optimality must be validated in case of independant nations joining themselves in a Monetary Union. The OCA Theory is very strongly challenged by the recent european experience.

Introduction

Quelles sont les conditions de réussite d'une union monétaire (UM) pour un groupe donné de pays ou d'états ? La réponse à cette question a été bientôt donnée par la théorie des zones monétaires inventée par Robert Mundell (1961). Pour les économistes, « réussir » une union monétaire signifie qu'en se passant de la flexibilité du change on parvient néanmoins à maîtriser et à équilibrer les trajectoires conjoncturelles des différentes parties de l'UM. L'adhésion d'un pays sera compatible avec le maintien de la monnaie unique si des mécanismes rééquilibrants acceptables viennent compenser la perte du taux de change.

La théorie des zones monétaires optimales (ZMO) fait de la mobilité du facteur travail le principal critère d'optimalité conditionnant le bon fonctionnement d'une zone monétaire [Robert Mundell (1961)]. D'autres critères ont été parfois présentés [entre autres ceux de Peter Kenen (1969) Ronald Mc Kinnon (1963) ou encore Harry Johnson (1969)] qui complètent cette théorie exprimée dans sa version exogène. De leur côté, Jeffrey Frankel et Andrew Rose (1997) ont examiné le processus par lequel une union économique et monétaire pouvait progressivement devenir optimale au fil du temps grâce au renforcement des échanges, inaugurant ainsi une version endogène optimiste. Des articles de Julius Horvath (2003) et Marc-Alexandre Sénégal (2010) rassemblent les discussions récentes.

La théorie met en jeu deux types de critères séparés pour examiner les chances de succès d'un regroupement monétaire.

- Elle apprécie d'abord la probabilité des dangers, plus précisément la survenance de chocs asymétriques dans une zone et à une époque données. L'accent se met sur la spécialisation (Peter Kenen ou Paul Krugman) ou retient la version endogène de type « J Frankel et A Rose ». Pour ces derniers, l'existence prolongée d'une union en atténue progressivement les risques.
- Elle cherche ensuite à régler la question des ajustements, s'interrogeant sur la capacité des diverses économies d'une zone à retrouver un équilibre relatif après qu'un choc asymétrique se soit produit.

Sur ces bases, les détracteurs de l'euro disent que les pays rassemblés dans l'Union Monétaire ne forment pas une zone optimale, d'abord parce qu'ils ne sont pas à l'abri des chocs asymétriques et de conjonctures fortement désynchronisées et ensuite parce qu'ils souffrent de plusieurs "absences" : absence de flexibilité des salaires et des prix, absence de mobilité

suffisante du facteur travail à court terme ou encore absence de mécanismes compensatoires exprimant la solidarité budgétaire et fiscale.

A l'inverse, les thuriféraires de la monnaie unique s'accrochent à l'idée que l'accroissement des échanges et l'absence de politiques conjoncturelles désordonnées pourraient progressivement minimiser les chocs asymétriques tandis que les mesures de flexibilisation auraient pour conséquence de faciliter les ajustements nécessaires.

Alors que partisans et adversaires de la monnaie unique acceptent l'idée que ce débat se déroule dans le champ clos de la théorie des Zones Monétaires Optimales, nous pensons que l'expérience depuis la fondation de l'Union Monétaire et la crise récente en Zone Euro invitent à remettre en cause ce champ lui-même. Il convient de préciser que le principe même d'une analyse qui cherche les meilleures conditions du fonctionnement d'une union monétaire ne peut être contesté ; ce qui peut l'être ce sont les réponses précises apportées par la théorie des ZMO !

La théorie des ZMO est marquée par ses origines néo-keynésiennes et plus précisément par parenté avec le modèle IS-LM-AS-AD. Les chocs affectant une économie correspondent à des « déplacements » de l'offre (AS) et de la demande (AD), eux-mêmes résumant et restreignant les dangers et fluctuations auxquelles les économies sont confrontées. Ces déplacements se sont cristallisés théoriquement en chocs symétriques ou asymétriques pour les membres d'une union monétaire et leur expression mesurable a été facilitée par la généralisation des procédures VAR, en honneur ces dernières décennies. Ainsi la théorie des ZMO s'est trouvée confinée aux analyses portant sur les fluctuations modérées observées durant sa période d'émergence. Les événements plus graves des crises économiques et financières ont été laissés de côté. Cette approche « sans les crises » montre ses limites en Europe au début du vingt et unième siècle, les dangers auxquels ont été exposés l'Union Monétaire Européenne ayant été d'une toute autre nature que ceux pris en charge par la théorie des ZMO.

Le rapport entre l'optimalité et les ajustements pose un autre problème. Que signifient réellement ces termes et que recouvrent-ils en réalité ? Dans la théorie, l'optimalité est définie à partir d'une recherche unique de rééquilibre après chocs pour la zone entière et les ajustements y contribuent suffisamment ou pas, rendant ainsi la zone « optimale » ou « non optimale ». Mais en se référant au « fait national » on peut prétendre que les ajustements suivant les crises se réalisent au détriment du bien-être et de la croissance de certains pays de

la zone euro. Ils signalent donc la nécessité de redéfinir l'objectif et le cadre géographique de l'optimalité elle-même. **L'optimalité ne sera pas la faculté de bien réaliser les rétablissements relatifs au sein de la zone mais plutôt celle d'obtenir des croissances suffisamment fortes d'après crise pour l'ensemble des membres-nations qui la composent.** Dans ce contexte théorique, qui sous-tend la nécessité de définir des critères nationaux d'adhésion à côté des critères d'admission, il a paru également important de rappeler la notion de *mondialisation spécifique*, chaque pays membre vivant la mondialisation à sa manière tant en ce qui concerne les dangers potentiels dus aux dominations conjoncturelles en provenance de l'extérieur de la zone qu'à propos des divers moyens d'ajustement des déséquilibres. Ces caractéristiques nationales de mondialisation composent un canal à adjoindre désormais aux ajustements classiques d'après crise pour contribuer à déterminer les conditions d'adhésion à une union monétaire.

Ces deux axes de critique sont liés. En effet, allant au-delà des chocs asymétriques comme cause de danger et voyant comment la logique du fonctionnement d'une union monétaire peut aggraver les risques et les conséquences d'une crise économique et financière, l'analyse met en cause l'ampleur des ajustements requis et de leurs répercussions en bien-être à long terme sur certains membres d'une union. Les ajustements requis par une crise de grande amplitude ont plus de raisons de marquer les économies concernées de façon indélébile, et par des phénomènes d'hystérèse économique, sociale et spatiale, réduisent leur croissance ultérieure.

(I) Les « dangers » ne se présentent pas comme le dit la théorie des ZMO

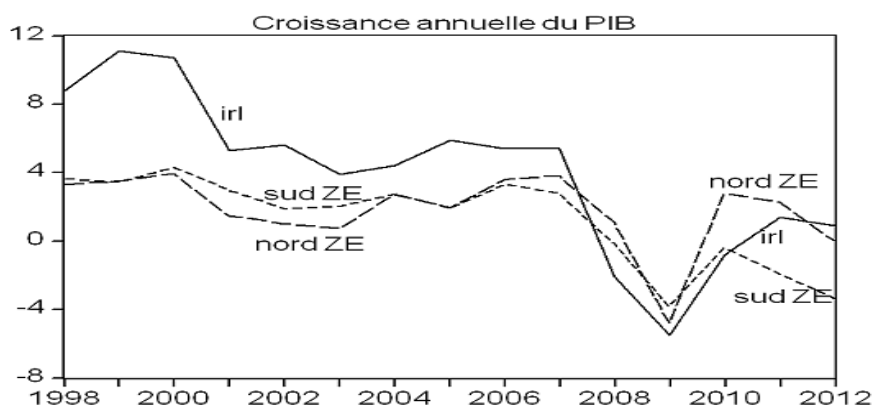
A Où sont les chocs asymétriques ?

En 2008, une conférence organisée par la Banque Centrale Européenne (BCE 2008) pour préparer la grande fête des 10 ans de la Zone Euro, faisait état surtout des succès enregistrés depuis 1999, notamment en ce qui concerne la maîtrise de l'inflation. Ces discours d'autosatisfaction passaient pudiquement sous silence le fait que pour l'ensemble des pays concernés, les performances de croissance n'avaient guère été à la hauteur des attentes. On était néanmoins ravi que la croissance moyenne des pays périphériques (Sud et Irlande) se soit avérée meilleure que celle des pays du Nord ce qui confirmait le coup de pouce apparent de l'union monétaire en faveur du phénomène de convergence promis aux pays en retard. Nul

déséquilibre évident ne s'était produit au sein de la zone et nul besoin d'ajustement hors changes n'avait été ressenti. Les conjonctures nationales s'avéraient plutôt mieux synchronisées que lors des périodes ayant précédé l'union [Battilosi et Alii (2008)] et la « grande modération » s'invitait de ce côté de l'Atlantique. La théorie des ZMO n'avait donc pas eu l'occasion de montrer sa pertinence sinon en commençant de valider sa version endogène optimiste, celle de Jacob Frankel et Andrew Rose. La mise en œuvre de l'Union Monétaire semblait effectivement avoir réduit le nombre et l'importance des chocs asymétriques. De ceux-là, à vrai dire, pas de trace visible... Nous savons maintenant qu'à cette époque la Zone Euro dansait sur un volcan. Passée l'éruption, on ne peut que constater les dégâts en termes de production et d'emploi dans les diverses parties de la Zone (voir graphique 1).

Graphique 1 Croissance du PIB avant et pendant la crise pour la Zone Euro

(Calculs et graphiques de l'auteur)



Légende : La partie Sud de la Zone Euro est composée des quatre pays suivants : Grèce, Italie, Espagne, Portugal. La partie Nord est composée des cinq pays suivants : Allemagne, Autriche, Belgique, Pays Bas et Finlande. Les courbes retracent l'évolution des moyennes arithmétiques simples pour ces deux ensembles.

Le taux de croissance moyen du PIB de la Zone Euro a glissé de 3 % en 2007 à 0,3 % en 2008 et tombe à - 4,4 % en 2009. La reprise se produit assez tôt et correctement : + 2 % en 2010 et + 1,4 % en 2011 ; à l'inverse, l'année 2012 a vu le commencement d'une récession secondaire (-0,6 %) à peine atténuée en fin 2013. Le chômage, qui avait atteint un point bas de 7,6 % en 2008, passe brusquement à 9,6 % en 2009. Si la reprise le stabilise en 2011, il continue sa progression les deux années suivantes en liaison avec la récession secondaire. Fin 2012, il atteignait 11,4 %.

Dans le discours, la théorie des ZMO associant « chocs asymétriques » et « ajustement » est l'équivalent spatial de l'approche des fluctuations la plus traditionnelle avant 2008, à savoir l'enchaînement impulsion-propagation. Ainsi, les impulsions discordantes sont les chocs asymétriques d'offre ou de demande et ces chocs propagent leurs conséquences dans les économies particulières de façon différente voire même opposée d'un pays à l'autre ; d'où le besoin d'ajustement ! **La crise de 2008 ne s'est pas produite selon ce schéma** mais plutôt sous l'effet d'une crise économique et financière touchant des économies prêtes à y succomber et selon un mécanisme de montée progressive de fragilisation, suivie d'une mise à feu venant de l'extérieur (la crise des subprimes). La longue fragilisation fut différente d'un pays de l'UEM à l'autre mais le déclenchement fut concomitant. Pas de chocs asymétriques évidents, les tentatives pour localiser géographiquement les contaminations financières en provenance des USA étant vouées à l'échec, tant elles furent rapides et compliquées. Dans un pays donné, même si le système bancaire n'a pas accumulé une forte quantité d'actifs américains douteux, il subit immédiatement la crise si ses partenaires financiers en ont accumulés. Il est donc parfaitement illusoire de différencier à cet égard les pays de la Zone et l'idée d'une origine commune quasi identique peut être admise.

Enfin, il n'y a pas eu plus de chocs asymétriques pendant la crise qu'avant, alors même que la production déclinait partout en Zone Euro et que le chômage progressait. La récession de 2008 toucha néanmoins plus sérieusement quelques pays périphériques et ces pays (les « PIIGS ») connurent une reprise beaucoup plus lente, à la mesure de leurs fragilisations passées. La crise bancaire et économique de 2008 fut suivie plus tard (2011) d'une crise des dettes publiques et très logiquement ce sont les pays les plus fragilisés d'avant 2008 qui en furent à l'origine et l'endurèrent le plus violemment. Ainsi des besoins d'ajustement sont apparus après 2008, pour tous les pays sortant de la « Grande Récession » et plus encore pour certains des plus fragilisés.

Ainsi, sans qu'on n'ait identifié de chocs asymétriques, il s'est produit un faisceau de gros problèmes économiques et sociaux enchaînés sur plusieurs années et dont certains durent encore. La théorie des ZMO ne nous avait pas préparé à prévoir et à suivre ce qui s'est passé en Europe entre 2002 et 2014.

B La genèse de la crise en Europe : L'union fragilise !

L'article de Daniel Gros (2012), au titre éloquent (« Macroeconomic Imbalances in the Euro Area : Symptom or Cause of the Crisis ? ») découvre que les déséquilibres en Zone Euro se sont en réalité développés et accumulés au cours des périodes précédant la crise (notamment à partir de 2002). Les différences de croissance liées à la convergence des économies les plus pauvres vers les plus riches de la zone ont provoqué des déséquilibres extérieurs cumulatifs et des accumulations de dettes extérieures et publiques chez les premiers et des excédents chez les seconds ; ceci exprime le processus "normal" de circulation des capitaux au sein de la zone, processus grandement facilité par l'existence même de la monnaie unique, avec par exemple des taux d'intérêt réels très faibles dans les pays en rattrapage. Enfin, se sont greffés des phénomènes d'euphorie et d'insouciance qui ont abouti à gonfler puis finalement faire éclater les bulles immobilières et de dettes souveraines de certains pays. Ainsi, bien loin de se retrouver dans un des cas prévus par la théorie des ZMO, les déséquilibres qui se révèlent après 2009 sont la suite logique du long processus précédant le choc de 2008.

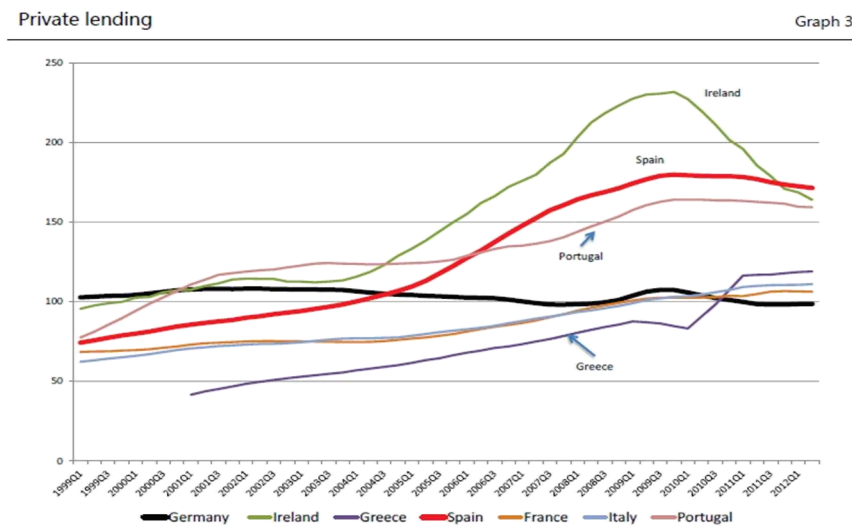
On doit insister sur une association potentiellement « infernale », celle des crises à la fois bancaires, de change et des dettes souveraines. Elle a affecté surtout les pays émergents mais Pierre-Olivier Gourinchas et Maurice Obstfeld (2012) sont persuadés qu'elle doit inquiéter aussi les pays développés et nous pensons qu'elle éclaire particulièrement bien le cas de la Zone Euro. Ils ont étudié deux groupes de pays, les 22 pays de l'OCDE et 57 pays émergents, afin de déterminer les meilleurs prédictors de ces deux crises (bancaire et de changes). La méthode utilisée est une estimation Logit sur panels sur la période 1973-2010. A la suite d'une crise bancaire systémique associée à une forte dépréciation du change, ils indiquent que les finances publiques peuvent être mises en péril lorsque le gouvernement intervient pour garantir les dettes des banques, acquiert auprès d'elles des actifs douteux ou leur injecte du capital. Lorsqu'elles sont suffisamment onéreuses, ces mesures surajoutent une troisième crise, celle de la dette souveraine. C'est dire si l'association des crises bancaires et de change peut s'avérer dangereuse. Les pays subissent aussi d'autant plus facilement une crise de change qu'ils ont expérimenté un taux de change réel élevé un ou deux ans avant. L'absence de flexibilité du change est ainsi montrée du doigt. Une autre variable clef est mise en évidence : il s'agit du rapport du crédit au PIB. Les booms de crédit, particulièrement lorsqu'ils alimentent les bulles d'actifs immobiliers, préparent les crises bancaires et de

change. Mais alors, que se passe-t-il si les changes nominaux sont fixés par une Union Monétaire ? Peut-on considérer qu'éviter ainsi une crise de change est une bonne chose ou, faute de cet exutoire, entraîne une tension supplémentaire sur le taux de change réel, le système bancaire et l'économie ? Au final, selon P-O Gourinchas et M Obstfeld, les crises de dettes souveraines sont bien annoncées par la montée du crédit global et par celle des dettes publiques à court terme.

La conclusion de cette étude est que les deux facteurs qui semblent le mieux anticiper les crises des trois sortes (des changes, bancaire, souveraine) et par conséquent les événements graves associés à leur conjonction sont **la poussée du crédit** et la montée du **taux de change réel**, les deux choses étant d'ailleurs souvent liées : les booms de crédit entraînent typiquement des pertes de compétitivité ou hausse du change réel et les pays qui éprouvent les deux simultanément sont des victimes probables de crises financières. En Zone Euro, de tels phénomènes ont clairement affecté les pays périphériques du Sud et l'Irlande.

Graphique 2 Les poussées de crédit privés pour quelques pays de la zone euro

Source : Tano Santos (2015)



Légende : Crédits privés en pourcentage du PIB

C Épargne, investissement, croissance et socialisme

Dans une union monétaire, les pays les moins avancés ou dotés d'un potentiel de croissance élevé attirent les capitaux et ont un déficit extérieur. Ils attirent les capitaux parce qu'ils

offrent de meilleures rentabilités réelles ou supposées et des possibilités de spéculation à la hausse des valeurs d'actifs. Ils peuvent financer les investissements par ces flux excédentaires rentrants mais ils développent aussi les crédits domestiques par des anticipations de profits souvent exagérées et des taux d'intérêt réels moins élevés. Cette dernière propriété tient à la politique monétaire unique qui établit les taux nominaux au niveau de la zone, tandis que l'inflation des pays en expansion rapide est généralement plus forte. Le secteur financier de ces pays se trouve donc au cœur de la dynamique de développement et les banques des autres pays sont tentées de s'y associer en achetant ou en développant des réseaux. Ainsi globalement, si les investissements « I » sont forts, les déficits extérieurs et les entrées nettes de capitaux sont élevés. Derrière ces entrées nettes, se cachent d'ailleurs des flux bruts de bien plus grande envergure, ce qui veut dire qu'en définitive, les crédits à l'économie et à certains secteurs progressent en pourcentage du PIB. Les risques pris par les organismes financiers croissent avec leur quantité mais les **risques ressentis** par eux ne progressent pas forcément. Ainsi, ce que nous appelions plus haut la « fragilisation » est inexorablement en marche [sur ces questions voir l'ouvrage récent [Bernard Landais (2017)].

La politique monétaire unique est-elle responsable ?

La politique monétaire de la BCE a joué un rôle déterminant dans ces déséquilibres annonciateurs de crise, à la fois comme la plupart des banques centrales qui n'hésitent pas à alimenter les poussées de crédit et comme banque centrale d'un ensemble d'économies nationales qu'elle contribua par la force des choses mais consciemment (pour conduire une convergence des niveaux de vie) à dissocier. Rudiger Ahrend (2008) a mesuré les « écarts de Taylor » pour des pays de l'OCDE ; ces « écarts de Taylor » sont la différence entre le taux d'intervention de la banque centrale et celui qui résulterait, pour un pays déterminé, du calcul d'un taux d'intervention fictif, compte tenu des écarts de production et des écarts d'inflation vis-à-vis de leur norme souhaitable. Ainsi, la plupart des anomalies détectées avant 2008 concernent des pays qui auraient dû subir des taux d'intervention bien plus élevés que les taux effectifs pratiqués par la banque centrale et qui ont donc connu des « écarts de Taylor » négatifs. Un écart de Taylor, lorsqu'il dure, est donc un formidable encouragement donné à l'endettement excessif. Les pays titulaires d'un « record » à cet égard pour l'écart et sa durée sont l'Irlande (1999-2007), le Portugal (1998-2005), l'Espagne (1998-2007) et la Grèce (2000-2007), tous des pays de la Zone Euro. L'impact de cette politique laxiste vis-à-vis de ces pays s'observe aussi en termes de bulles d'actifs, notamment immobiliers.

Vers la crise secondaire de 2011

Pour l'Europe, l'histoire ne s'arrête pas là. On doit aussi se pencher sur les « complications » budgétaires, déjà abordées par Maurice Obstfeld et Pierre Olivier Gourinchas. Toute crise économique, comme celle de 2008, produit des déficits et de l'endettement public supplémentaire, en partie en rapport avec les stabilisateurs automatiques (moins de recettes d'impôt, plus de dépenses sociales) et en partie à cause des politiques keynésiennes de relance. Lorsque de surcroît la crise est financière, il peut arriver que l'endettement public devienne cataclysmique, en conséquence des actions de sauvegarde menées à l'endroit des banques lorsque celles-ci sont menacées de faillite. Les nationalisations et reprises de dettes peuvent coûter très cher à l'Etat. Ainsi, Patrick Honohan (2017) donne des chiffres étonnants du coût budgétaire brut des crises bancaires entre 2007 et 2013. Retenons par exemple les 44 % du PIB pour l'Islande, 39 % du PIB pour l'Irlande et 22 % pour la Grèce. Plus un système bancaire a été imprudent, plus il s'est laissé griser par la montée des crédits avant une crise et plus l'endettement de l'Etat subit le contrecoup de la crise bancaire et peut devenir insoutenable en provoquant une crise de la dette souveraine ; c'est ce qui s'est passé en Europe après 2010. Ce fait s'aggrave encore si l'Etat s'était lui-même beaucoup endetté dès avant la crise, pour profiter à plein de l'abondance des crédits et d'une vacance de signalement des risques. Comme en matière financière tout est lié, les pays européens créditeurs ont été eux-mêmes impliqués et secoués par les défauts ou perspectives de défaut des états imprudents.

L'épisode de 2011 a aussi mis en lumière un autre aspect important du fonctionnement d'une Union Monétaire. La renonciation à l'usage de la politique monétaire nationale légitime logiquement le recours à une politique budgétaire indépendante qui amplifie la fragilisation secondaire à l'origine du rebond de crise de la dette souveraine.

Des épargnes nationales insuffisantes

Ces scénarios ne se produiraient pas ou du moins se produiraient avec une moindre intensité et de moindres risques si, parallèlement à la montée des investissements et des spéculations, les épargnes publiques et privées (épargne nationale) se maintenaient ou progressaient. Si S , $(T - G)$ et leur somme S_N sont substantiels, les investissements nationaux et la croissance économique peuvent être financés de façon différente, plus solide et plus sûre, avec une

dépendance moins grande vis-à-vis de l'extérieur et un plus fort pourcentage d'autofinancement. Or dans certains pays et singulièrement avant la crise de 2008, il s'est produit de fortes tensions de consommation et donc inversement une baisse de l'épargne nationale. Qu'elles en sont les raisons ?

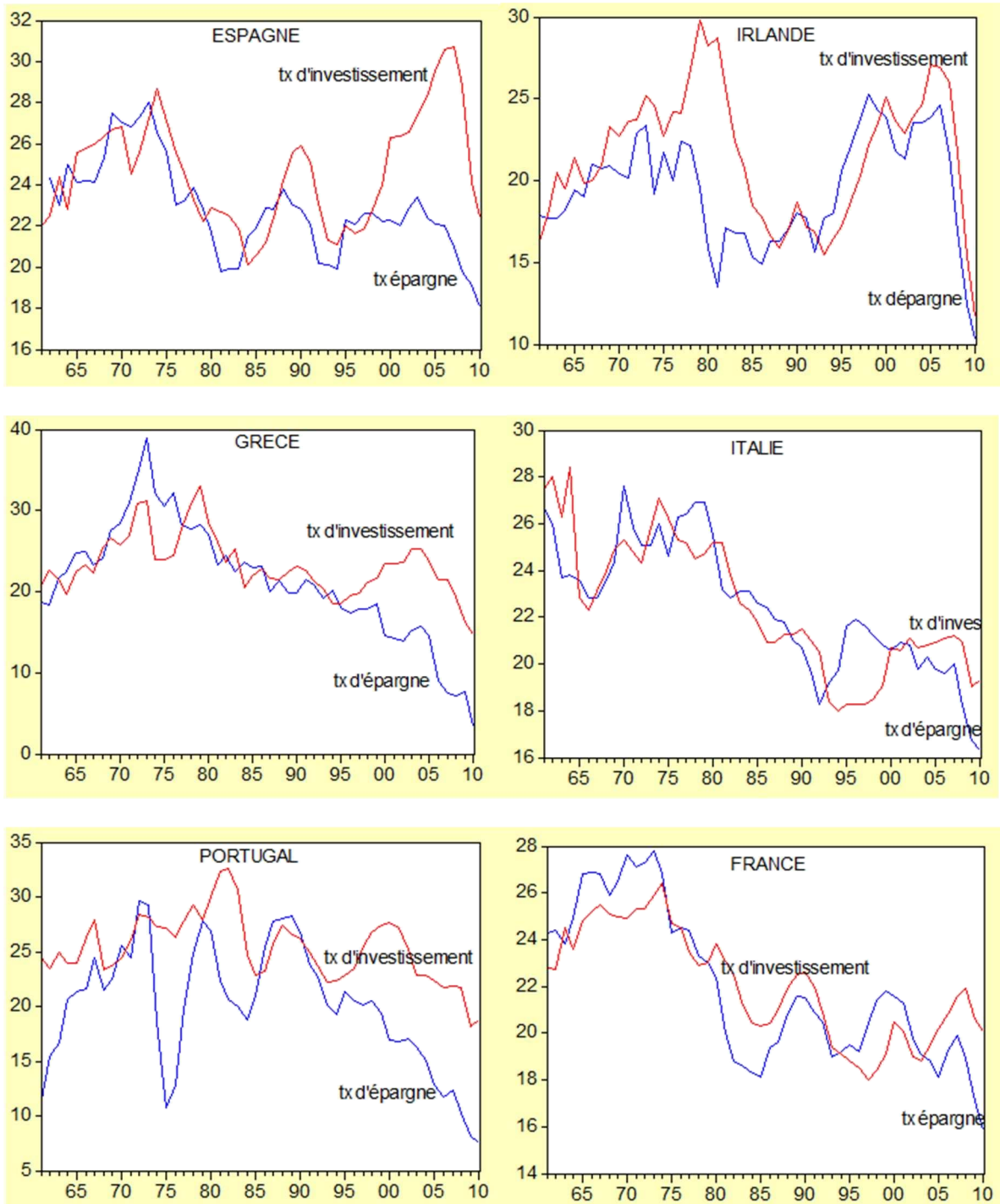
En premier lieu, si les taux d'intérêt réels sont bas du fait de la politique monétaire trop laxiste et des entrées de capitaux, l'incitation à l'épargne privée diminue tandis qu'augmentent les demandes de crédit à la consommation. En deuxième lieu, les valeurs d'actifs, notamment immobiliers, sont élevées et les anticipations de ces valeurs d'actifs le sont également. Beaucoup de périodes de fragilisation financière sont marquées par des bulles immobilières qui donnent un sentiment de richesse, propice à un taux élevé de consommation. En troisième lieu enfin, les Etats sont toujours tentés de développer leurs interventions sociales et de vivre sur un grand pied. Leur dette s'accroît à la mesure de nouveaux déficits dans un mouvement qu'il est légitime de nommer « socialisme ». C'est ainsi que le Portugal a vu grimper sa dette publique de 50 % du PIB à 90 % du PIB entre 2000 et 2010, la part des transferts sociaux passant de 11,4 % durant la période 1994-2002 à 14,7 % au cours de la période sensible de notre étude, pour 2003-2007. Et que dire de la Grèce ? Tous ces éléments se traduisent par une baisse importante de l'épargne nationale brute et par un écart parfois violent avec l'investissement national, écart qui correspond très exactement à un déficit extérieur, un endettement externe important et la montée du crédit et des risques corrélatifs.

Le graphique 3 qui recense les éléments du débat pour les pays périphériques (plus la France) montre la situation des années d'avant 2008 avec les mouvements de l'épargne nationale, (qui tient donc compte des déficits publics) et de l'investissement national.

Bernard Landais (2008) observait le maintien d'une bonne relation de Feldstein-Horioka (1980), la fameuse corrélation entre l'épargne nationale et l'investissement national qui suggère clairement une causalité allant de l'épargne à l'investissement. Ici, ce qui frappe surtout c'est la déconnection pour beaucoup de cas, la montée des investissements nationaux des pays périphériques qui coïncide avec la baisse de l'épargne nationale. Parfois, comme en Grèce et au Portugal, l'épargne nationale s'était affaïssée depuis déjà longtemps, marquant ainsi une dérive politico-sociétale funeste et aboutissant dès 2005 à des valeurs à peine supérieures à 12 % du PIB. Parfois, comme en Irlande, le mouvement ne s'amorce que tout à la fin et l'épargne nationale figurait encore en 2005 à un niveau plus que respectable.

Graphique 3 Taux d'épargne et d'investissement pour des pays ZE 1961- 2010

(Source : calculs de l'auteur sur données de l'Union Européenne)



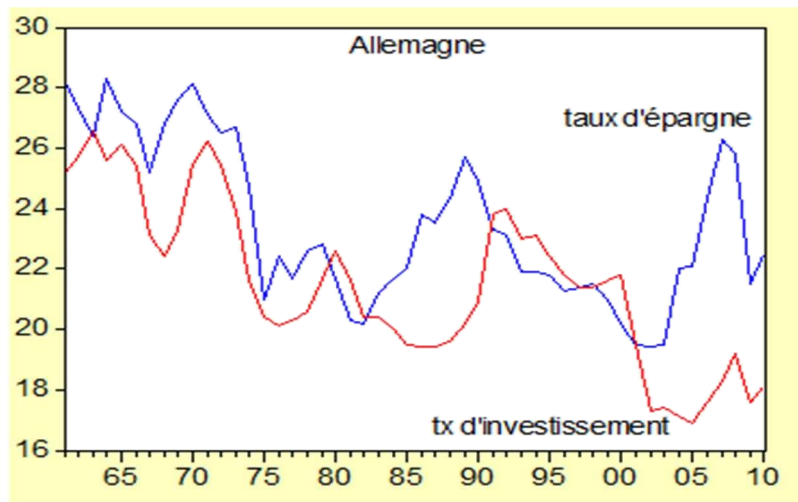
Les trois autres pays sont dans une situation intermédiaire, la France amorçant même une reprise de l'épargne en 2006. Il est frappant de constater que la fragilisation des systèmes financiers conduisant à une vulnérabilité accrue et aux « complications d'après récession » est

directement lisible sur ces graphiques. La Grèce et le Portugal seront les plus concernés par ces déboires, l'Irlande effacera vite sa forte récession et ses ennuis bancaires.

De son côté, l'Allemagne est excédentaire pour son compte courant et pourvoyeuse de fonds pour les autres pays de la zone sauf après sa réunification, dans les années quatre-vingt-dix.

Graphique 4 Epargne nationale et Investissement national en Allemagne 1961-2010

(Source : calculs de l'auteur sur données de l'UE)



Conclusion de la première partie

Formulons cette conclusion comme un critère d'adhésion à une zone monétaire : **L'Union Monétaire se composera de pays pour lesquels son mode de fonctionnement (monnaie et politique monétaire uniques) n'accroît pas les risques de fragilisation économique et financière préluant aux crises.** Ce critère implique de maintenir à l'extérieur des pays trop fortement susceptibles de faire dépendre leur croissance des entrées de capitaux étrangers, pays généralement en retard par rapport aux autres et pays menant des politiques d'alimentation étatique de la consommation. Cette condition doit compléter ou remplacer le critère traditionnel de probabilité de présence ou d'absence de chocs asymétriques. Contrairement à ce dernier, il mêle les considérations relatives au niveau de croissance à celles des dangers menaçant une union monétaire. L'insistance excessive sur les chocs asymétriques uniformise indûment les positions particulières des membres en gommant à tort leurs différences de niveau de développement. Bien des gens ont déjà invoqué la nécessité d'une relative similitude de situation de long terme entre membres d'une même union. Cette

intuition n'a aucun rapport avec la théorie des ZMO. Inversement, elle s'intègre parfaitement à une théorie endogène centrée sur les dangers de crise économique et financière.

Le critère ressemble aussi à celui que proposait naguère Patrick Artus pour remplacer la condition de quasi-équilibre budgétaire (les fameux 3%) prévue par le Traité de Maastricht. Patrick Artus envisageait de faire du « compte courant » pas trop déséquilibré l'un des critères d'adhésion, ce qui rejoint exactement l'exigence d'une couverture raisonnable de l'investissement national par l'épargne nationale. L'expérience du fonctionnement de la Zone Euro et celle de la crise montrent pourtant qu'à cet égard, une situation correcte au préalable n'est nullement une garantie d'absence de risque car **c'est la présence durable dans l'Union Monétaire telle qu'elle fonctionne qui cause les excès de crédits et la montée de la vulnérabilité y compris au niveau des budgets publics.**

En un sens et à l'inverse des idées de Jeffrey Frankel et Andrew Rose, nous avons ici affaire à une **version endogène pessimiste de l'analyse des unions monétaires.** Cette version endogène est fortement ancrée dans l'analyse autrichienne des cycles, les désarticulations sectorielles dues aux excès de crédit, invoquées par cette dernière, étant transposées en désarticulations géographiques et souvent encore sectorielles au sein d'une zone. Le fonctionnement même de l'Union Monétaire, autour du principe d'unicité de la politique monétaire, implique aussi un encouragement à mener des politiques budgétaires nationales, dernier outil permettant aux nations de réguler leur conjoncture mais créateur de dangers de crise secondaire. Le critère cité correspondant est destiné à défendre les intérêts du groupe tout entier (critère d'admission) autant que ceux des nations se posant la question de l'adhésion ou du maintien (critère d'adhésion).

II) Ajustements et optimalité des Unions Monétaires

La réflexion ne porte pas principalement sur la présence ou l'absence d'ajustements en Europe au cours de la crise récente. Des ajustements, il y en a eu, même s'ils ont été longs à opérer, douloureux et imparfaits. La question est surtout de valider plus ou moins l'approche d'ajustement des ZMO, c'est-à-dire sa pertinence à la lumière de la crise en Europe.

La théorie des zones monétaires optimales discute des mécanismes d'ajustement dont peut disposer une zone monétaire lorsque les monnaies particulières n'existent plus. Sachant que des chocs asymétriques (peut-être) ou, comme étudié plus haut, des crises se produisent fatalement, comment les choses vont-elles s'arranger au sein de la zone ? La formulation

choisie ici est volontairement vague mais la plupart du temps, dans les analyses inspirées de la théorie, le terme « s'arranger » signifie : **« réussir un ajustement permettant un resserrement des compétitivités et conjonctures particulières ».**

Notons que les formes d'ajustement évoquées par la théorie des ZMO ont **un caractère relatif et reliées à l'intérêt de l'ensemble**. Elles produisent des critères d'admission ! On s'ajuste les uns par rapport aux autres, sans considérer explicitement l'intérêt de chaque membre de la zone. Cette façon de penser est liée implicitement à l'hypothèse même des chocs asymétriques, censée se vérifier en pratique dans l'optique traditionnelle impulsion-propagation. Correspondant à cette asymétrie des problèmes, on parle surtout d'éclatement ou de dispersion du groupe et des mécanismes de resserrement existant pour y remédier. L'image présente à l'esprit est celle des taux de change et non celle des taux de croissance à long terme ou après reprise. Même des opposants à la Zone Euro adoptent implicitement ce raisonnement ; Jacques Sapir (2017) et bon nombre de critiques de la monnaie unique pointent du doigt les forts excédents extérieurs de l'Allemagne comme un exemple de mauvais fonctionnement de la zone euro ; on pourrait tout aussi bien considérer que c'est grâce à ces excédents allemands que le commerce international de la zone entière n'est pas trop déficitaire et s'en réjouir...Que l'Allemagne possède un excédent d'épargne nationale compensant les épargnes nationales insuffisantes d'un grand nombre de pays périphériques n'a rien d'alarmant en soi !

Les ajustements préconisés en l'absence de flexibilité des changes sont donc envisagés comme des jeux à somme nulle, alors même que la vraie question est de savoir si tous les pays se sortent le plus favorablement des problèmes causés par des fluctuations et des crises très largement communes. C'est ce que démontrait la première partie. Cette partie nous avait aussi permis de redéfinir maintenant le besoin d'ajustement de la façon suivante : **« Après les crises, opérer les mouvements qui permettent à la fois de resserrer les conjonctures et les compétitivités tout en assurant la reprise et la croissance ultérieure les plus franches pour la Zone et ses composantes ».** Le second volet de la définition ouvre la porte à deux types de critiques de la théorie des ZMO : (1) l'insuffisance des critères traditionnels purement relatifs ; (2) l'insuffisance d'une approche mésestimant les positions particulières des composantes en tant que nations ou de leur place dans la mondialisation.

(A) L'insuffisance des critères traditionnels d'admission

La première insuffisance apparaît après le creux conjoncturel, en symétrie des versions endogènes optimistes ou pessimistes d'avant l'apparition des problèmes évoqués en première partie ; elle appellerait une étude comparative poussée des performances de croissance et de reprise post-crise en fonction de l'appartenance à une Zone Monétaire. Cette étude répondrait à la question suivante : **les pays adhérant à une zone monétaire peuvent-ils espérer ou non, en moyenne, de meilleures performances de croissance et de reprise que lorsqu'ils n'y adhéraient pas (critère d'adhésion) ?**

Au préalable, rappelons qu'un signe évident de bon fonctionnement de l'Union Monétaire et donc l'un des critères les plus évidents d'optimalité (que néglige d'ailleurs la théorie des ZMO) serait le dégagement d'une supériorité en termes de croissance à long terme. Le moins qu'on puisse dire c'est que le test « Zone Euro » n'est pas concluant. Le tableau (1) confirme de multiples observations en ce sens. **La théorie des Zones Monétaires Optimales n'a rien à dire sur ce type de constat et ses critères d'adhésion ne lui sont pas liés.**

Tableau 1 Croissance en Zone Euro et ailleurs

Source : Jacques Sapir (2017)

Table 1. Economic Growth in Eurozone Countries and Five OECD Countries

COUNTRY	GDP IN 2015 100=1999, %	AVERAGE GROWTH IN 1999-2015, %	AVERAGE GROWTH IN 1999-2007, %	AVERAGE GROWTH IN 2008-2015, %
BELGIUM	125.6	1.43	2.23	0.6
FINLAND	128.2	1.56	3.73	-0.6
FRANCE	122.2	1.26	2.11	0.4
GERMANY	121.5	1.23	1.64	0.8
GREECE	104.7	0.29	4.07	-3.4
ITALY	102.9	0.18	1.48	-1.1
NETHERLANDS	121.6	1.23	2.28	0.2
PORTUGAL	106.2	0.38	1.52	-0.8
SPAIN	130.6	1.68	3.74	-0.3
TOTAL, NINE EUROZONE COUNTRIES	119.1	1.10	2.18	0.0
CANADA	142.3	2.23	2.80	1.7
SWEDEN	140.2	2.14	3.24	1.0
GREAT BRITAIN	134.9	1.89	3.00	0.8
USA	137.5	2.01	2.65	1.4

Source: IMF database.

Les reprises après les crises devraient faire l'objet d'analyse poussée de la part des partisans de la théorie des ZMO. L'immédiat après-crise a révélé une réactivité normale de l'ensemble de la Zone Euro, l'Allemagne, la France, l'Italie et bien d'autres pays connaissant une reprise correcte après le creux de 2009. Mais on a déjà noté que des pays périphériques comme l'Irlande, l'Espagne et bien évidemment la Grèce ont été lents à se remettre ou ne se sont pas remis du tout au bout d'un ou deux ans. Pendant les années 2012 et 2013, nombreux ont été les taux de croissance négatifs en Zone Euro et nombreux aussi les quasi-stagnations de l'activité (Allemagne et France par exemple). Ce qui est frappant c'est qu'en dépit de son caractère financier, public cette fois, cet épisode déprimant n'a touché que la Zone Euro (si l'on excepte la Suède).

Si la solidarité financière renforcée par la monnaie unique et la politique monétaire unique finissent par rendre plus probable et virtuellement plus destructrice (par la facilité accrue qu'ont les états membres de s'endetter impunément pendant un laps de temps plus long) une crise secondaire de ce type, c'est indéniablement un mauvais point pour l'intégration monétaire, c'est signifier que les reprises-ajustement y sont plus fragiles et susceptibles de s'interrompre. Ceci fait alors valider un critère supplémentaire bien connu en Europe mais pas par la théorie des ZMO, celui d'une situation soutenable des finances publiques. Les critères de Maastricht puis ultérieurement le Pacte de Stabilité sont entièrement légitimés par les ajustements chaotiques d'après la récession de 2008, dégradés en récession secondaire.

(B) L'insuffisance d'une approche mésestimant les positions particulières des membres et l'optimalité d'adhésion

Les ajustements prévus par la théorie des ZMO ne tiennent pas assez compte du fait national.

Trois mécanismes d'ajustement sont envisagés par la théorie moderne des ZMO. Le premier, en creux, est celui de la flexibilité des prix et des salaires, chargé de resserrer les taux de change réels. Le deuxième est celui des migrations, le déplacement de la main d'œuvre des régions en difficulté économique vers les régions en meilleure santé. Le troisième est la coassurance budgétaire, un système d'impôts et d'aides actif au sein de la zone.

La théorie des ZMO a introduit une référence au fait national et une concession à l'optique d'adhésion seulement pour le troisième mécanisme. Autant les diverses régions d'un ensemble national (cantons suisses, Länders allemands, voire Etats américains) peuvent

compter sur l'appui d'un budget communautaire, autant les pays indépendants comme ceux qui constituent la Zone Euro en sont privés. C'est aussi à partir de ce fait que la théorie des ZMO en suggère la mise en place. C'est enfin en constatant cette privation que la théorie invite à tolérer des politiques budgétaires nationales autonomes payant alors le prix d'un risque accentué de crise de dettes publiques.

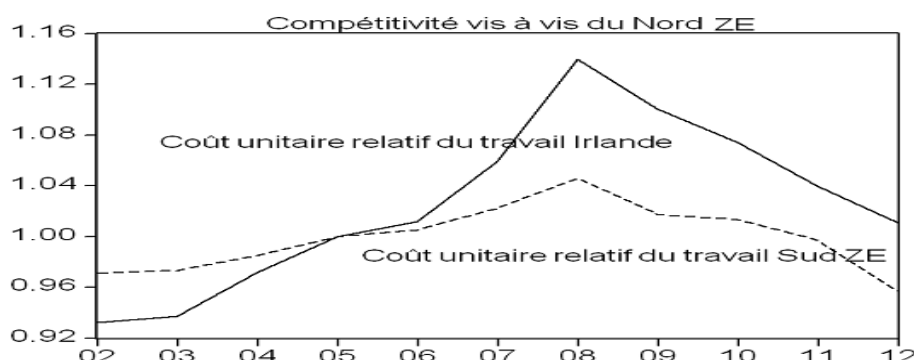
Restent alors les deux autres formes d'ajustement, celles des ajustements du taux de change réel (prix et salaires) et celle des migrations correspondant au critère de Mundell. Pour ces deux formes, la théorie des ZMO sous-estime les intérêts nationaux et légitime trop facilement des solutions post crises douloureuses et peu sensées.

Des ajustements par la dévaluation interne

La théorie des ZMO a été élaborée en univers keynésien à une époque où l'on pensait que les prix et les salaires étaient plutôt rigides et ne permettraient pas les ajustements de taux de change réels. Mais, on est bien convaincu désormais qu'une certaine flexibilité trouve sa place dans les conditions facilitant les ajustements relatifs ou post-crise et pourrait donc faire partie des critères d'adhésion. Daniel Gros (2012) et Paul De Grauwe (2012) apportent des éléments consistants sur ce type d'ajustement durant la période 2008-2012. Ils partent d'une différence de compétitivité entre les pays du Sud et l'Irlande d'un côté et les pays du Nord de l'autre. Sur le Graphique 5 inspiré de leurs travaux, nous présentons le **coût unitaire réel relatif du travail pour l'Irlande et les pays du Sud** vis à vis du Nord et son évolution de 2002 à 2012.

Graphique 5 Coûts unitaires du travail comparés en Zone Euro

Source : Paul De Grauwe



La base est 1 en 2005. On observe très clairement la détérioration de la compétitivité du Sud et de l'Irlande dans la période 2002-2008 puis l'ajustement opéré à partir de cette date jusqu'en

2012. On constate une fois de plus que les déséquilibres constatés en 2008 ne sont pas le résultat d'un choc à cette date mais celui d'une longue dégradation.

Chacun de son côté, Daniel Gros et Paul De Grauwe ont tenté de mesurer le chemin d'ajustement que les divers pays du Sud et l'Irlande devaient faire pour retrouver une compétitivité "normale" assurant notamment un retour à l'équilibre extérieur. Ils se placent donc dans l'optique d'un ajustement du taux de change réel par la déflation relative et l'austérité (c'est à dire le dénominateur du taux de change réel) en conservant l'euro plutôt que dans celle d'un retour aux monnaies nationales et à l'ajustement des taux de change [comme le demande par exemple Gérard Lafay (2013) qui ne croit pas possible d'imposer la déflation pour réaliser la dévaluation interne]. Leurs deux tentatives diffèrent par le point de départ temporel définissant le niveau « normal » auquel devrait nous faire revenir un ajustement de compétitivité complet ; Daniel Gros, avec précaution, propose de se référer à la situation de 2003 tandis que Paul De Grauwe préfère la date plus lointaine de 1999, correspondant à la création de l'euro. Le tableau 2 qui suit reprend ses observations de l'ajustement, qu'il décrit comme une "dévaluation interne" (du taux de change réel).

Tableau 2 Dévaluation interne dans les pays « PIIGS » depuis 2008-2009		
[tiré de Paul De Grauwe (2012)]		
Ajustement réalisé fin 2011* en Pourcentage de l'ajustement nécessaire**		
Irlande	23 %	75 %
Grèce	11,4 %	78 %
Espagne	8,9 %	51 %
Portugal	3,2 %	30 %
Italie	0,6 %	4 %
* depuis le « pic » de 2008		
** pour revenir au niveau de compétitivité de 1999.		

On déduit (mais à tort nous semble-t-il) du graphique 5 et de ce tableau 2 que l'Irlande avait l'ajustement de compétitivité le plus important à réaliser. On voit aussi que c'est ce pays qui a réussi à le réaliser en trois ou quatre ans seulement. La Grèce aurait eu moins de chemin à faire et selon De Grauwe, en aurait fait les trois quarts fin 2011. La suite des événements

prouve soit que le chemin s'est allongé soit qu'il est devenu nettement plus escarpé par la suite, tant ce pays a connu de déboires dans cet effort de déflation.

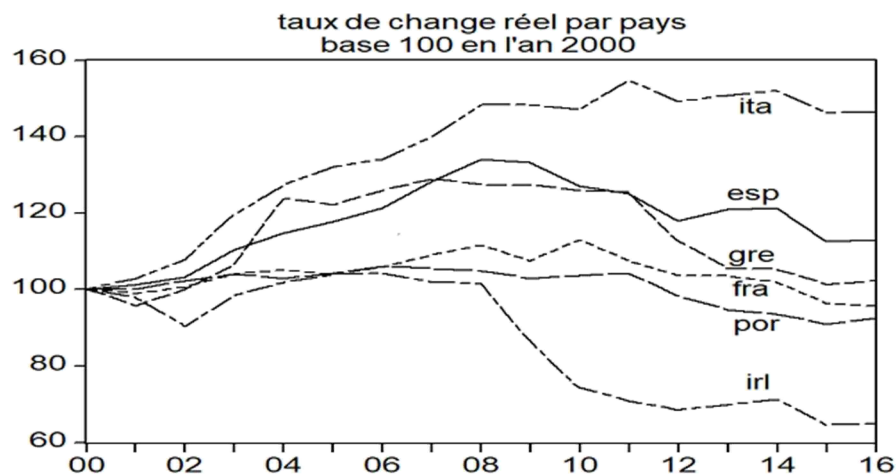
Les conclusions à tirer pour la Zone Monétaire est qu'il devrait y avoir un examen préalable des capacités d'ajuster le taux de change réel, un critère de flexibilité ou de conformité structurelle, excluant probablement les pays en retard les plus attachés au socialisme de consommation. Cet examen a une valeur à la fois comme critère d'admission et comme critère d'adhésion.

L'ajustement relatif n'est pas suffisant

Les calculs ci-dessus sont assez révélateurs mais ils adoptent trop l'optique « relativiste » de la théorie des ZMO. Si l'on souhaite montrer le rôle de l'ajustement du taux de change réel pour surmonter victorieusement les suites des crises, on peut plutôt suivre les valeurs de la compétitivité des pays vis-à-vis des partenaires extérieurs des pays concernés, partenaires qui appartiennent **ou n'appartiennent pas** à l'union monétaire. On fait ainsi entrer dans le raisonnement l'un des aspects de ce que Bernard et Anne-Yvonne Landais (2014) ont appelé la « mondialisation spécifique » des membres d'une union. Le graphique 6 donne une image de ces positions de pays vis-à-vis de l'extérieur et de leur compétitivité comme outil de reprise. Les PIIGS et la France (choisie en référence moyenne pour les autres pays de la zone) ont généralement connu une détérioration de leur taux de change réel industriel avant 2008, l'un des symptômes de la fragilisation d'avant-crise évoquée dans la première partie. L'ajustement à la baisse des taux de change réels d'après la crise s'est fortement et rapidement produit en Irlande, alors même que ce pays ne partait pas handicapé au départ (en raison de sa forte productivité du travail). Des raisons politico-sociales (un pays encore peu socialiste) et d'insertion particulière dans la mondialisation expliquent cet apparent sur-ajustement. En fait, il n'y a pas de vrai sur-ajustement mais une évolution absolue très utile pour remettre l'économie sur les bons rails. Le cas de l'Italie est exactement inverse, aucun ajustement n'ayant pris place après 2008. Les ajustements de la Grèce et du Portugal se sont surtout produits après 2011 et n'ont manifestement pas suffi à relancer leurs économies. En incidente, notons que l'influence du taux de change nominal de l'Euro affecte toutes les compétitivités signalées mais différemment d'un pays à l'autre, selon la structure géographique du commerce international de chaque membre de la zone.

Graphique 6 Compétitivité industrielle de quelques pays de la Zone Euro / à leurs partenaires privilégiés

(source : données FMI)



Légende : taux de change réel calculé comme le rapport des salaires nominaux national et des partenaires commerciaux et multiplié par les taux de change nominaux. Le TCR est l'inverse de la compétitivité.

Ces quelques observations ont révélé que des ajustements d'après crise se sont produits dans le domaine de la compétitivité mais qu'ils ont fortement différé d'un pays à l'autre. Au plan théorique, on ne peut se rallier à la vision purement relativiste comme celle qui sous-tend les travaux de Daniel Gros et Paul De Grauwe et qui les rattache ainsi à la théorie des ZMO dans une logique d'optimalité d'admission. Les forces de reprise économique après une crise doivent s'analyser en elles-mêmes en termes absolus. Elles dépendent notamment des situations nationales, de leurs mondialisations particulières et de leurs positions socio-politiques. C'est vrai pour l'ajustement dit de « dévaluation interne » comme pour l'ajustement de Mundell que nous abordons ci-dessous.

L'ajustement de Mundell est parfois trop douloureux pour une nation et bloque ses perspectives de croissance à long terme...

Les migrations sont le moyen que voyait Robert Mundell pour ajuster les déséquilibres. Ajoutons qu'en cas de crise comme celle de 2008, quand une économie nationale va mal et ne peut absorber les demandeurs d'emploi, ces mouvements de main-d'œuvre sont aussi une « solution ». A l'origine, l'opinion courante était que la Zone Euro n'est pas une Zone Monétaire Optimale parce que les mouvements migratoires entre les pays d'Europe risquaient d'être insuffisants (problèmes de langue, attachement aux nations ... etc.).

En fait, les mouvements migratoires d'après 2008 ont été importants. Il est difficile de les cerner statistiquement de façon correcte, d'autant que les entrées d'immigrants dans certains pays n'ont rien à voir avec la situation conjoncturelle et ne sont pas des migrations de travail. On se contentera d'évoquer quelques pays soumis à ce phénomène durant la crise.

Les mouvements migratoires ont une importance relative différente d'un pays à l'autre, normalement en relation inverse avec la taille de la population. Aussi n'est-il pas étonnant de voir des mouvements migratoires relativement plus élevés en Autriche, en Belgique ou en Grèce que dans les pays poids lourds de la zone euro (tant les immigrations que les émigrations représentent en moyenne de l'ordre de 1 % de la population totale pour ces trois pays et 0,5 % environ pour l'Allemagne). Certaines nations s'écartent de ce schéma implicite par une intensité de migrations plus forte, l'Irlande et l'Espagne en particulier (respectivement 2 % et 1%). Si l'on compare maintenant les réactivités migratoires pendant la crise au sein de la zone euro, on note de grandes différences parmi les pays en difficulté (PIIGS). Un groupe de pays, comprenant l'Irlande, l'Espagne et le Portugal, connaît une forte réactivité tandis que la Grèce et l'Italie n'en manifestent pas.

Notre méfiance vis-à-vis de ce mécanisme de Mundell est surtout illustrée par le cas portugais. Celui-ci est exposé par Joao Andrade (2017) de la façon suivante : *« Depuis 2007, sont sortis par an en moyenne 100 000 portugais. De 2011 à 2015 un demi-million est sorti du pays... Ces migrants représentent la capacité de l'individu à réussir dans des sociétés modernes, dans un monde développé et concurrentiel. Mais ils représentent aussi pour l'économie portugaise une perte formidable de capital humain ».*

Quand on rapporte ces flux d'émigration à la population du pays (environ 10 millions) on s'aperçoit des dégâts considérables que cet ajustement provoque. Si la stabilité de la zone euro et la présence du Portugal dans la Zone sont à ce prix, le jeu en vaut-il la chandelle ? L'effet de cliquet des immigrations, renforcé par son évolution structurelle (immigrants de plus en plus éduqués) pérennise les dégâts sur la croissance.

A noter que le cas portugais apporte une autre leçon : les mécanismes d'ajustement ne sont pas indépendants les uns des autres. Si le Portugal n'a pas ajusté son taux de change réel dans les mesures requises par les nécessités d'une reprise d'après la crise, c'est probablement parce

que l'ajustement migratoire de Mundell a eu des effets significatifs sur le marché du travail (en « détendant l'offre ») et par conséquent a limité la baisse des salaires.

La question migratoire peut se poser de façon différente d'un pays à l'autre et les conclusions pessimistes auxquelles on arrive pour le Portugal (ou sans doute la Grèce) ne sont pas les seules envisageables. Dans le cas irlandais par exemple, la crise de 2008 a été plus facilement résorbée par des migrations de travail de retour vers des pays hors zone euro (Pologne, Pays Baltes) et vers des pays anglophones partout dans le monde. C'est pourquoi on ne s'est jamais posé la question de l'appartenance de l'Irlande à l'Union Monétaire même au plus fort de la crise. L'Irlande bénéficie ainsi d'une autre façon, de sa « mondialisation particulière » pour ajuster positivement son économie ([Cf Bernard et Anne-Yvonne Landais (2014) op cit]

A la différence de régions d'un même pays où les déplacements plus ou moins définitifs de ce type se font au sein d'une même patrie et sans perte d'identité, les nations de l'ensemble européen risquent de perdre leur potentiel de croissance et sont menacées dans leur intégrité. **Ainsi, le critère de mobilité du facteur travail considéré par la théorie des Zones Monétaires Optimales ne peut être exigé des parties que dans la mesure où il ne remet pas en cause l'identité et la croissance économique de ces parties. Dans ce cas, le critère d'admission peut être satisfait mais pas du tout celui de l'adhésion.**

Conclusion

Après examen des événements liés à la crise de 2008 en Zone Euro, la théorie des zones monétaires optimales ne reste pas indemne. Une mise en cause concerne l'origine des dangers auxquels s'exposent les pays formant une union monétaire. Plus que les chocs asymétriques, ils doivent redouter les crises et que la politique monétaire unique ne mène à fragiliser spécialement certains pays, en gros ceux qui sont les plus en retard, donc le plus à gagner, et qui profitent des phénomènes de rattrapage de croissance grâce au crédit. Ce risque est d'autant plus élevé que les pays concernés sont les moins attentifs à limiter les excès par une valeur suffisante de leur épargne nationale. Lorsque la crise de 2008 s'est déclenchée et après, au moment de la crise secondaire liée aux dettes publiques, les pays périphériques ont été les plus impactés et leur reprise a été tardive et incomplète. L'avantage de croissance obtenu durant la phase montante du cycle a été parfois complètement effacé. La théorie des ZMO,

trop liée à une approche impulsion-propagation des fluctuations doit donc être réformée en profondeur pour prendre en compte ces mécanismes endogènes, parties intégrantes d'une théorie correcte des crises.

Les ajustements prévus par la théorie des ZMO pour remplacer les mouvements de taux de change ont été parfois au rendez-vous durant la période post 2008. Mais les conditions dans lesquelles ces ajustements se sont produits ont montré leurs limites. En particulier, l'ajustement des taux de change réels par la flexibilité a été souvent pénible ou trop faible.

Dans une zone monétaire de pays indépendants, il ne faut pas que les critères d'appartenance soient les mêmes que pour des régions d'ensembles nationaux, ce que ne prend pas en compte la théorie des ZMO. Les excès d'austérité du cas grec comme les effets destructeurs de l'émigration dans le cas portugais montrent que les critères envisagés par la théorie ne sont acceptables que pour des pays proches les uns des autres dans leur développement économique et donc peu susceptibles d'avoir besoin d'ajustements trop brutaux en cas de crise. Enfin, on a évoqué un nouveau critère, exprimant les chances d'ajustement procurées par les mondialisations spécifiques, celles que certains pays tirent de leurs relations avec l'extérieur en termes de flexibilité, d'attractivité d'IDE, de facilités de migration et des atouts de reprise économique qu'elles leur procurent.

Ces critiques mènent à un schéma théorique de remplacement : Il y a deux types d'optimalité à considérer **dans le cas de nations** : 1) l'optimalité **d'admission**, définie par une maximisation de l'utilité de la zone entière 2) l'optimalité **d'adhésion** définie par une maximisation de l'utilité pour chacun des divers pays membres (voir annexe).

Parfois la recherche d'optimalité peut se faire de conserve : éviter les crises plutôt que feinter les chocs asymétriques conduit à préconiser des unions assez homogènes en termes de niveau de développement. Vérifier les possibilités d'ajustement ou de reprise après-crise liées à une mondialisation spécifique peut aussi être bénéfique aussi bien pour le pays concerné que pour la zone toute entière. De même, s'assurer d'une flexibilité associée soit à la mondialisation soit à une orientation non socialiste, est utile à l'optimalité d'admission et à l'optimalité d'adhésion. Mesurer les progrès de fonctionnement d'une zone par les performances de croissance de longue période semblerait alors le meilleur critère. Parfois, à l'inverse, les deux optimalités sont concurrentes. L'ajustement par le déplacement de la force de travail, parce qu'il n'est pas temporaire mais le plus souvent définitif, sépare les intérêts d'une partie de

ceux du tout. L'optimalité d'admission rehaussée par les migrations en cas de crise se vérifie au détriment de l'intérêt à long terme d'une ou plusieurs économies de l'Union Monétaire. Là encore, la mesure peut se faire en comparant les croissances du tout et des parties et les forces qui les sous-tendent. Une zone de nations gagnant le titre d' « union monétaire optimale » serait celle qui combinerait dans un même résultat favorable l'obtention concomitante de ces deux formes d'optimalité.

Bibliographie

Ahrend, Rudiger (2008) : « Monetary Ease- A factor behind Financial Crises ? Some Evidence from OECD Countries », OECD Paris, The Open Access, Décembre.

Andrade, Joao, Souza (2017) : « Débat sur l'intégration économique et monétaire européenne : le cas du Portugal » Revue Internationale des Economistes de Langue Française (RIELF), N° 1-2017, Mai.

Battilosi, Stefano, Foreman-Peck James et Kling Gerhard (2008) : « European Business Cycles and Economic Policy, 1945-2007 », *Working Papers* N° 08-13, Université Carlos III de Madrid.

De Grauwe, Paul (2012) : « In Search of Symmetry in the Eurozone, CEPS Policy Brief, N°268, Mai.

Frankel, Jeffrey et Rose, Andrew (1997) : « Is EMU More Justifiable Ex-post than Ex-Ante ? », *European Economic Review*, Vol 41.

Gourinchas Pierre-Olivier et Obstfeld, Maurice (2011) : « Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First », *NBER Working Papers* N°17252, Juillet.

Gros, Daniel (2012) : « Macroeconomic Imbalances in the Euro Area : Symptom or Cause of the Crisis ? » CEPS Policy Brief, N°266, Avril.

Honohan, Patrick (2017) : « Banking Crises in Europe », Peterson Institute Policy Brief, Janvier.

Horvath, Julius (2003) : « Optimum currency area theory : A selective review » , Bank of Finland, Bofit Discussion Papers N°15.

Kenen, Peter (1969) : « The Theory of Optimum Currency Areas : An Eclectic View in Mundell, R et Svoboda, A, (Eds) : Monetary Problems in the International Economy, University of Chicago Press.

Johnson, Harry (1969) : « The Case for Flexible Exchange Rates », *FRB Saint Louis Review* Volume 51, N°6, Juin.

Lafay, Gérard (2013) : « Dévaluation interne ou dévaluation externe ? », Contribution au Congrès de l'AIELF, Valladolid, Mai.

Landais, Bernard (2017) : « Les Fluctuations : une synthèse nouvelle », L'Harmattan.

Landais, Bernard (2009) : « Perspectives de politique de croissance : retour sur le lien national entre l'épargne et l'investissement », Mélanges en hommage à Jean-Claude Dischamps, Université Valahia de Targoviste.

Landais Bernard et Landais Anne-Yvonne, (2014) : « Optimalité en zone monétaire et mondialisation spécifique des Etats : un cas limite, l'Irlande » *Studiae Oeconomica Posnaniensia* (SOE) Vol 2, N°12.

Mac Kinnon, Robert (1963) : « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, Septembre.

Mundell, Robert (1961) : « A Theory of Currency Areas », *American Economic Review*, Volume 51.

Santos, Tano (2015) : « Credit booms : implications for the public and the private sectors », BIS Research Papers, N° 481, Janvier.

Sapir, Jacques (2017) : « The euro versus Europe » Valdai Discussion Club, Moscou, Mars.

Sénégas, Marc-Alexandre, (2010) : « La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : Quels enseignements après dix années d'union économique et monétaire en Europe ? » *Revue d'économie politique*. Vol 120.

Annexe Application : Les pays de la zone euro et les nouveaux critères d'adhésion

Les deux parties de cet article ont repris deux catégories de critiques à l'égard de la théorie des ZMO et abouti à deux critères implicites d'admission et trois critères implicites d'adhésion à une union monétaire. Les critères d'optimalité d'admission sont :

- Ne pas admettre de pays susceptibles de favoriser par leur présence un processus de fragilisation général, précurseur de crise.
- Admettre des pays suffisamment dotés en moyens d'ajustement et de reprise pour éviter les crises secondaires et les situations de sauvetage.

Par ailleurs et selon le point de vue de l'adhésion, auront intérêt à faire partie d'une union monétaire, les pays qui, outre les facilités de transaction favorisées par la monnaie unique :

- trouvent dans cette adhésion une opportunité de croissance plus élevée (I)
- dans la perspective des crises et récessions, ne redoutent pas de fragilisation trop forte due à leur présence dans l'Union Monétaire (II)
- une crise passée, gardent en cas d'adhésion des ressorts de reprise sans ajustements trop douloureux ou destructeurs (III)

Comment les pays périphériques (ou PIIGS) se plaçaient-ils de ces points de vue au moment de leur adhésion à l'union monétaire ? (Un + pour le cas favorable, un – pour une réponse défavorable et un ? en cas de doute, le tout à la lumière de l'expérience de la zone euro et de la crise. La « décision » serait celle du pays et correspondrait à une optimalité **d'adhésion**.

Tableau 3 Optimalité d'adhésion : quelle décision auraient-ils du prendre ?

	critère I	critère II	critère III	<u>décision</u>
Portugal	+	-	-	non
Irlande	+	-	+	oui
Italie	-	-	-	non
Grèce	+	-	-	non
Espagne	+	-	+	?

