



Renforcer l'architecture de la zone euro : un vœu pieux

par

Jean-Pierre Centi



Jean-Pierre Centi est économiste, Doyen honoraire et Professeur émérite de l'Université d'Aix-Marseille. Il a dirigé le Centre d'Analyse Économique de la Faculté d'Économie Appliquée de 1984 à 2002 et a été membre du conseil scientifique de plusieurs instituts nationaux et internationaux. Il est actuellement vice-président de l'Académie des Sciences, Agriculture, Arts et Belles Lettres d'Aix-en-Provence.



La constitution de la zone euro fait montre de faiblesses amplement reconnues. W.-G. Ringe (2020) met l'accent sur le rôle important que pourrait jouer un marché des capitaux pleinement intégré au regard du « partage des risques » au sein de la zone. Il s'agit d'un enjeu inhérent à la théorie de la zone monétaire optimale (ZMO) initialement élaborée par Robert Mundell (1961). Ringe nourrit ainsi une ambition salvatrice pour l'euro. Or la succession des crises subies par la zone, les perturbations économiques soient-elles d'origine endogène ou exogène, révèlent toujours davantage qu'en guise d'architecture nous avons plutôt affaire à un château de cartes.

Les fragilités de la zone euro proviennent des circonvolutions de ses concepteurs autour d'une référence théorique boiteuse. Bien que la théorie de la ZMO apprécie le rôle des marchés, ceux-ci ne sont vus que de manière statique. La conception de la ZMO, en théorie et dans les faits, accepte le marché mais est censée favoriser toutes sortes de politiques prétendues relancer et soutenir l'économie grâce à la monnaie unique, auxquelles s'ajoutent la panoplie de mesures fiscales, de contrôles et réglementations qui visent l'emploi, la spéculation, la distribution des revenus, la pollution, et toutes sortes de constructions qui affaiblissent et bloquent le marché. Pour résoudre les problèmes de coordination, il serait en revanche cohérent d'adopter une conception dynamique du marché, de laisser le marché en mouvement, de faire s'exercer la concurrence comme procédure de découverte (F. Hayek-1978). En contribuant à la résolution des problèmes de coordination des actions entrepreneuriales, le processus concurrentiel de marché fait de la ZMO un concept inutile.



1. Supériorité des quatre libertés

La monnaie unique (et non « commune », adjectif utilisé par Ringe), émise et garantie par un monopole monétaire européen, est essentiellement le résultat d'un entrelacs de compromis multiples obtenus par les décideurs politiques et autres détenteurs de la puissance publique. Beaucoup de ces compromis n'ont d'ailleurs même pas été respectés au gré des crises. Les commentateurs de cette construction baroque ont souvent invoqué la théorie économique de la ZMO qui ne l'est pas moins.

Depuis le traité de Maastricht de 1992, en passant par la création de l'Union monétaire européenne formée en 1999 et le traité de Lisbonne de 2007, l'on n'a eu de cesse jusqu'à ce jour que de surajouter des objectifs et des desseins d'harmonisation, ou plutôt d'unification, au grand principe de l'Acte unique européen de 1987. Ce principe énonçait quatre libertés fondamentales : libre circulation des biens, libre circulation des personnes, libre circulation des capitaux et libre installation des entreprises. Ainsi était conçue la force économique européenne du marché unique et il eût été logique de laisser agir et évoluer le processus de marché. Or les dispositions et réglementations intrusives de toutes sortes qui ont été mises en place de façon verticale par les instances européennes entrent le plus souvent en collision avec la nature horizontale du processus d'évolution. C'est le principe des quatre libertés qu'il convient de sauvegarder et préserver plutôt que d'échafauder ou renforcer des constructions politiques, dont celle de la Banque centrale européenne qui semble aller à la dérive par des politiques « non conventionnelles » et la pratique de taux d'intérêt négatifs antinomiques avec un fonctionnement normal du marché.

La finance européenne est affaiblie par les taux d'intérêt artificiellement bas. Les taux d'intérêt négatifs et l'accumulation des dettes souveraines dans les portefeuilles bancaires mettent la



finance en déroute. En concentrant l'attention sur le rôle économique des mouvements de capitaux, la proposition de Ringe a plus de pertinence qu'une accentuation de la réglementation financière actuelle placée sous la supervision de la BCE. Cependant, d'une part cette proposition est redondante au regard de l'Acte unique européen, d'autre part elle est inutile en tant qu'argument économique invoqué pour sauvegarder une zone monétaire complètement livrée à des jeux et enjeux purement politiques, c'est-à-dire une zone monétaire dont la justification économique est pour le moins ambiguë.

2. D'un virage l'autre

La notion d'Union monétaire est politique par essence. Vouloir juxtaposer ou faire cadrer une Union politique avec le concept économique de « zone monétaire optimale » est un vœu pieux parce que ce concept lui-même est extrêmement équivoque. La théorie de la ZMO repose sur du sable : non seulement l'optimum de référence n'est pas défini, ou au mieux vaguement implicite, mais la définition que Mundell (1961) donne de la zone n'est ni géographique ni politique.

Le modèle initial de Mundell stipule qu'une zone monétaire fonctionne de manière optimale en deux cas distincts. Dans le premier, l'homogénéité économique des régions appartenant à la zone est telle que celles-ci sont toutes simultanément affectées de manière symétrique, ce qui laisserait toute latitude de mener une politique monétaire et budgétaire unique et indifférenciée. L'on a d'ailleurs fait remarquer que les États-Unis et le dollar américain eux-mêmes ne seraient pas en adéquation avec cette hypothèse. Dans le second cas, l'hétérogénéité des régions exigerait une forte mobilité du travail et du capital pour qu'une monnaie unique soit instaurée – ou alternativement que soient établis des taux de



change fixes – et que puisse être menée une politique économique unique, particulièrement une politique largement inspirée de la *synthèse keynésienne* (le modèle IS-LM-BP de Mundell-Fleming). Par conséquent, et *a contrario* de l'argumentation courante, hors de ces deux cas, des changes flexibles devraient prévaloir. D'autres critères ont été avancés en faveur de la constitution d'une ZMO, tels que le degré d'ouverture au commerce extérieur (R. McKinnon 1963) et la diversification du tissu économique (P. Kenen 1969).

La théorie de la ZMO a connu une multitude de développements et commentaires qu'il n'y a pas lieu de détailler ici. Julius Horvath (2003) dresse une revue éloquente de la littérature sur la ZMO qui est à la croisée des chemins de plusieurs champs d'études économiques et sa conclusion laisse planer un grand doute sur l'utilité de cette théorie à laquelle il a lui-même contribué. Voici ce qu'il écrit :

« Les critères suggérés par la littérature sur la zone monétaire optimale n'aboutissent à aucun conseil clair et net pour choisir un régime de change. De plus les facteurs politiques semblent jouer un rôle important pour de telles décisions. »

Le fait est que la zone euro entre dans le cas de l'hétérogénéité économique régionale. Si l'on suit l'argumentation de Mundell, la réalité des chocs idiosyncrasiques et les rigidités des salaires nominaux font de la mobilité du travail le facteur essentiel de « partage des risques ». Or il est reconnu que le taux de mobilité intra-européenne du travail est très faible (H. Bonin *et al.* 2008). Aux divergences de productivité s'ajoutent des rigidités provenant de l'hétérogénéité des systèmes sociaux et la non-transférabilité des droits (assurance chômage, sécurité sociale, retraites) ainsi que des différences de culture et de langage (P. Krugman 1992).

Le paradoxe est que Mundell a ardemment soutenu la création d'une union monétaire européenne que réfutait sa propre théorie.



La voie de sortie du paradoxe ne pouvait alors se trouver que dans l'alternative suivante : instaurer des réformes dans le but d'accroître la flexibilité du marché du travail ou forcer les partenaires de la zone euro à établir une politique budgétaire unique avec une redistribution à l'échelle européenne et émission d'*eurobonds*. C'est bien cette dernière tentative que promeuvent avec insistance certains des partenaires européens. Ne s'agissant pas d'une voie de sortie rapide, la théorie de la ZMO a alors été replacée dans une perspective de long terme en lui imprimant un virage à 180°, faisant des critères d'optimalité de la zone non pas une donnée mais une variable endogène du modèle, un résultat à obtenir dans un futur plus ou moins lointain, à l'instar de ce qui se serait passé aux États-Unis après la création de la Fed – sauf que la constitution américaine est très antérieure à la Fed et que les États-Unis d'Europe ne sont pas pour demain. J. Frankel et A. Rose (1996, 1997) ont ainsi soutenu l'idée que la suppression des transactions de change permettrait aux pays rejoignant l'union monétaire de s'ouvrir davantage sur l'extérieur, d'accroître leurs flux commerciaux, d'obtenir une plus forte intégration industrielle grâce à l'expansion du commerce intra-branche et que de l'accomplissement de ces faits émergerait l'homogénéisation économique qui rendrait tous les chocs symétriques. Cette conclusion est loin de convaincre dans la mesure où les faits révèlent une dynamique de spécialisation avec des effets d'agglomération plutôt qu'une homogénéisation.

3. Mobilité des capitaux

Le constat de ces louvoiements théoriques, de ces incertitudes empiriques et des dissonances politiques a réorienté les réflexions pour les faire converger sur l'importance que revêt l'intégration des marchés financiers.



L'on rejoint ici la proposition émise par W.-G. Ringe. L'auteur est fondé de dire qu'un marché des capitaux développé et étendu trouverait les moyens de compenser les effets dommageables des chocs idiosyncrasiques en particulier sur l'emploi. Cela exige un marché financier non entravé où puissent s'exercer des mécanismes permettant aux agents économiques de s'assurer contre la survenance de toutes sortes de risques. Cette proposition a été avancée pour la première fois par J. Ingram (1969) mais elle n'était pas spécialement destinée à définir un critère de zone optimale à monnaie unique ni même à en renforcer l'architecture. Et Ingram de déclarer lui-même : « Je dois avouer que je ne pense pas que la question de la zone monétaire optimale soit plus longtemps une question intéressante » (1969 :96). En effet, le principe des quatre libertés de l'Acte unique de 1987, incluant la liberté des mouvements de capitaux et par conséquent au moins implicitement les mécanismes assurantiels, se suffit à lui-même et n'implique aucunement la nécessité économique d'une monnaie unique circulant sur une zone prédéterminée ou à déterminer de façon optimale.

La mobilité des capitaux et la finance génèrent la mise en œuvre de mécanismes d'assurance qui permettent un partage des risques. Les agents économiques d'un pays subissant un choc négatif peuvent, en accédant librement au marché financier, faire face aux difficultés de l'économie réelle par l'emprunt, l'augmentation de leurs encours de crédits (canal du crédit) et la liquidation de leurs portefeuilles (canal du capital) tandis que ceux du pays non affecté utiliseraient leur potentiel d'épargne pour effectuer des prêts et réduire leurs encours de crédit (canal du crédit) et grossiraient leurs détentions de portefeuilles d'investissements directs dans le pays atteint par le choc négatif. Ces conditions financières ont pu faire dire que la réalité d'une asymétrie des chocs économiques ne pouvait représenter un



obstacle pour la réalisation d'une union monétaire. Mais dans les faits tout comme en théorie, l'accomplissement d'un marché financier développé et d'une mobilité des capitaux non entravée n'est ni un critère *ex ante* ni un critère *ex post* pour constituer une zone à monnaie unique. Il est à craindre que W.-G. Ringe ne veuille substituer à la vaine application européenne de la théorie de la ZMO un autre concept aussi vain que serait celui d'une « zone financière optimale » finalement opportune pour des finances publiques européennes.

La référence théorique du partage des risques par la finance est celle des marchés *complets* (ou *parfaits* au sens de K. Arrow 1953 et G. Debreu 1959). Lorsque les marchés sont « complets », les agents économiques ont la possibilité d'émettre et d'acheter autant de titres contingents qu'il y a d'états futurs possibles pour l'économie. Dans ce cadre très théorique, les produits financiers émergent par la conception d'assemblages élaborés d'actifs sous-jacents élémentaires permettant aux agents économiques de décomposer les risques exactement autant que de besoin et donc de couvrir ces risques en recourant à l'assurance. Bien que l'émergence et le développement des produits dérivés tendent à donner du sens à cette référence, il faut reconnaître qu'elle repose sur des hypothèses irréelles et irréalistes. Celles-ci amoindrissent l'utilisation pratique du concept, ne fût-ce qu'en raison des coûts de transaction, de contraintes institutionnelles (réglementations interdisant les ventes à découvert et autres) et aussi de la nature de certains actifs dont les risques sont difficilement négociables sur les marchés financiers.

Le moins que l'on puisse dire est que les marchés de l'assurance sont incomplets. Des spécialistes de la finance comme R. Merton (1995) et M. Scholes (1995) observent et estiment que les marchés ont une tendance naturelle à évoluer vers des mécanismes d'assurance toujours plus nombreux. Toutefois, la



complétude des marchés n'est pas de ce monde, duquel pour le moins l'incertitude radicale au sens de Knight (1921) ne peut être soustraite.

Plus prosaïquement, une assurance contre les effets des chocs affectant négativement les rendements de certains actifs et *a fortiori* l'assurance contre les pertes de revenus du travail, n'est pas du tout aisée, si tant est qu'elle soit faisable. Dans un tel contexte d'incomplétude des marchés, rien ne permet de conclure qu'une union monétaire soit recommandable. Il a d'ailleurs été montré qu'en incomplétude des marchés de l'assurance, les taux de change flexibles offrent la possibilité de compenser les effets des chocs sur les rendements des actifs en améliorant la diversification des portefeuilles. Cependant, la référence aux marchés parfaits comporte toujours le biais consistant d'abord à prétendre déterminer la solution parfaite (efficiente) pour la société puis à vouloir l'approcher par des méthodes hors marché.

En prenant en référence des solutions parfaites, la théorie de l'incomplétude inéluctable des marchés estompe les comportements entrepreneuriaux et partant, néglige la concurrence comme procédure de découverte ainsi que le rôle du marché comme processus de traitement de l'information. En d'autres termes cette théorie est prompte à voir et accuser des échecs de marché et à susciter des mesures correctives dites efficaces (recherchant l'obtention d'un plus grand bien-être, d'un optimum) plutôt qu'à laisser faire le processus de marché. Dans un monde où sont interconnectés des millions de participants aux savoirs locaux et dispersés, la notion de zone économique devient très floue et s'étend d'évidence à la planète. Le rôle essentiel des marchés est qu'ils ont le potentiel pour offrir des solutions non pas parfaites mais les moins mauvaises.



4. Construction vs évolution

Les faits sont incontournables. À l'intérieur de l'espace européen les obstacles à une authentique libre circulation sont persistants, qu'il s'agisse d'incompréhensions entre les instances communautaires et les administrations nationales ou de protections nationales non tarifaires sans cesse recrées de façon plus ou moins explicite ou détournée. Quant aux mécanismes assurantiels, ils sont reconnus pour être largement insuffisants au sein de la zone euro. La mobilité du capital est elle-même affectée par la transmission et l'incorporation du risque souverain aux obligations et actions des firmes financières et aux produits financiers. Au sein de la zone euro, les conditions de financement des États eux-mêmes sont nettement divergentes entre elles et incitent les marchés financiers à exiger des primes de risque pouvant aller jusqu'à 800 points de base pour certains pays. L'explosion actuelle des dettes publiques n'arrangera pas la situation financière au sein de la zone.

Déplorer les obstacles de toutes sortes aux échanges et vouloir les éliminer ne revient pas à vouloir les lever dans le but de faire de l'espace européen une ZMO. D'une part la notion d'optimum qui est sous-entendue est ambiguë. D'autre part La théorie de la ZMO souffre de deux lacunes qui la rendent inutile. D'abord elle ignore le fait que le commerce international ne cesse de s'étendre et de s'intensifier pour former un vaste réseau mondial allant jusqu'à transformer l'organisation et les stratégies des entreprises elles-mêmes. Ensuite elle omet la réalité de la globalisation financière qui tend vers la formation d'un marché mondial unique des capitaux.

Comme l'exprimait H. Giersch (1973), si l'on admet la conception de la ZMO donnée par Mundell, à long terme c'est la planète terre qui deviendrait logiquement la seule zone monétaire optimale, ce qui est une manière de souligner l'inutilité de cette



théorie dans son applicabilité au monde réel. De fait, le point de départ, consistant à distinguer entre homogénéité et hétérogénéité des caractéristiques économiques et sociales, est contestable. L'on peut soutenir que toute la vie économique est hétérogénéité. Au sein d'une même région géographique, aussi petite soit-elle, toutes les entreprises ne réagissent pas de la même façon aux chocs réels ou nominaux et au sein d'une branche d'activité donnée il n'y a pas deux entreprises identiques. Cela voudrait dire que la ZMO serait soit l'entreprise elle-même soit le monde entier. En d'autres termes, potentiellement et par nature toute monnaie devrait circuler sans avoir de frontière géographique ou nationale, comme le montrent aujourd'hui les monnaies virtuelles déterritorialisées.

Ce dont l'Union européenne a besoin, ce n'est pas d'une convergence des fluctuations économiques, ni d'une harmonisation des législations fiscales et sociales, ni d'une monnaie unique. L'Union européenne souffre d'un déficit de mécanismes concurrentiels entre les États membres qui la constituent. À la concurrence l'on préfère la construction de carcans réglementaires visant l'unification.

Dans sa logique économique, le principe des quatre libertés de l'Acte unique de 1987 implique seulement pour les pays membres les trois supports suivants : une large ouverture sur le monde du commerce extérieur de chaque pays, des flux financiers libres et des monnaies saines. Plutôt que de vouloir soutenir une monnaie unique européenne l'on pourrait suggérer un système de banque libre à l'instar des systèmes qui ont existé dans le passé et procédaient par des caisses de compensation privées, voire évoquer les zones monétaires digitales imbriquées et concurrentes à travers le monde en provenance de l'essor des crypto-monnaies privées, lesquelles ouvrent des réseaux sans frontières géographiques.



Le point de vue ici exprimé est diamétralement opposé à celui de W.-G. Ringe qui vise à « renforcer l'architecture de la zone euro par plus de marché ». L'auteur cherche à valoriser l'invalorisable monnaie unique européenne. Plutôt que de « tout faire pour sauver l'euro », il serait opportun de tout faire pour que le processus de marché fonctionne sans entraves, y compris le marché des monnaies. Les dispositions de type constructiviste freinent, sinon bloquent et évincent le processus d'évolution qu'anime la concurrence.

Références

Arrow, K. (1953) « Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques ». *Econométrie CNRS*, 11: 41-47.

Bonin, H. *et al.* (2008) « Geographic Mobility in the European Union: Optimising its Social and Economic Benefits ». *IZA Research Report*, 19.

Debreu, G. (1959) *Theory of Value*. New York: Wiley.

Frankel, J.A. and A.K. Rose (1996) "The Endogeneity of Optimum Currency Area Criteria". *Working paper N° 5700, NBER*.

Frankel, J. A. and A. K. Rose (1997) "Is EMU More Justifiable *Ex Post* than *Ex Ante*?". *European Economic Review*, 41: 753-760.

Giersch, H. (1973) "On the Desirable Degree of Flexibility of Exchange Rates". *Weltwirtschaftliches Archiv*, 109 (2): 191-213.

Hayek, F.A. (1978) "Competition as a Discovery Procedure". In *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, F.A. Hayek. London: Routledge and Kegan Paul (179-190).

Horvath, J. (2003) "Optimum Currency Area Theory: A Selective Review". *BOFIT Discussion Paper N° 15/2003*. Helsinki.

Ingram, J.C. (1969) "Comment: The currency Area Problem". In *Monetary Problems of the International Economy*, R.A. Mundell and A.A. Swoboda (eds.). Chicago: The University of Chicago Press.



Kenen, P.B. (1969) “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”. In *Monetary Problems of the International Economy*, R. A. Mundell and A.A. Swoboda (eds.). Chicago: The University of Chicago Press (41-60).

Knight, F.H. (1921) *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Houghton Mifflin.

Krugman, P. (1992) *Currencies and Crises*. Cambridge, Mass: The MIT Press.

McKinnon, R.I. (1963) “Optimum Currency Areas”. *American Economic Review*, 39 (3-4): 492-500.

Merton R. (1995) “Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions”. *Journal of Banking and Finance*, 19: 461-481.

Mundell, R.A. (1961) “A Theory of Optimum Currency Area”. *American Economic Review*, 51 (4) : 657-665.

Ringe, W.-G. (2020) « Renforcer l’architecture de la zone euro par plus de marché », *Journal des Libertés*, n°9.

Scholes, M. (1995) “The Future of Futures”. In *Risk Management: Problems and Solutions*, W. Beaver and G. Parker (eds.). New York: McGraw-Hill.