

# OLIVIER BLANCHARD

Fred Bergsten Senior Fellow au Peterson Institute for International Economics,  
ancien économiste en chef du FMI

## Jean PISANI-FERRY

livier, vous n'êtes pas centriste, mais il y a beaucoup d'espace entre ces deux points de vue donc la synthèse devrait être possible.

## Olivier BLANCHARD

L'euro présente de vrais problèmes sur lesquels Jean-Claude Trichet n'a pas insisté et sur lesquels Ashoka Mody a beaucoup insisté. Ces problèmes peuvent être atténués mais pas éliminés.

Pour la plupart des membres, mais peut-être pas tous, l'euro est le moins mauvais des arrangements en matière monétaire et en matière de taux de change.

Le problème fondamental de l'euro est une sorte de péché originel. Robert Mundell a énoncé les conditions d'une zone monétaire optimale et il est clair que l'euro ne remplit pas ces conditions. Les pays subissent des chocs différents. La mobilité de la main-d'œuvre entre les pays est faible. Les ajustements des salaires et des prix sont trop lents.

Nous ne pouvons pas faire grand-chose pour les deux premiers points. L'accent devrait être mis sur l'amélioration du troisième ce qui nécessite des améliorations sur trois fronts.

Au niveau de l'euro, une inflation moyenne plus élevée, afin de permettre aux pays qui doivent déprécier de le faire sans nécessiter une diminution des salaires nominaux. C'est le travail de la BCE.

Au niveau de l'euro, respect des règles du jeu macroéconomique. Les pays dont la balance courante est en déficit doivent déprécier, c'est-à-dire avoir une inflation inférieure à la moyenne. De même, les pays ayant des excédents doivent avoir une inflation supérieure à la moyenne. L'Allemagne ne respecte pas ces règles.

Au niveau national, davantage de confiance entre les partenaires sociaux pour un ajustement plus rapide et moins pénible des salaires et des prix. Bien que la confiance ne soit pas établie en un jour et qu'il n'existe pas de recette magique, des discussions trilatérales, au niveau national, peuvent améliorer les résultats.

L'euro présente de vrais problèmes sur lesquels Jean-Claude n'a pas insisté et sur lesquels Ashoka a beaucoup insisté. Ces problèmes peuvent être atténués mais pas éliminés.

Je vais les développer en sept points.

Premier point. Rappelez-vous la remarque selon laquelle la démocratie est le meilleur de tous les mauvais systèmes. C'est la même chose pour l'euro - pour la plupart des membres, peut-être pas tous, l'euro est le moins mauvais des arrangements monétaires et de taux de change. Certains membres pourraient être mieux hors de l'euro, mais laissons cela de côté.

Je dis cela parce que nous avons essayé les autres méthodes auparavant. Nous avons essayé la parité souple, nous avons essayé la parité rigide, et elles n'ont pas si bien fonctionné... Donc, il nous reste la monnaie flottante, ce qui est difficile à gérer vu la profondeur de l'intégration économique et financière entre certains États membres. Une monnaie flottante entre l'Allemagne et la France ne semble pas envisageable. Je ne l'imagine tout simplement pas. Nous devons accepter le fait qu'il n'existe pas de système monétaire, ni d'arrangement parfait en matière de taux de change et reconnaître qu'il s'agit probablement du meilleur choix possible, nous avons donc intérêt à en tirer le meilleur parti.

Le deuxième point. Pourquoi l'euro ne fonctionne pas bien ? C'est dû à ce que j'ai appelé le « péché originel » – Robert Mundell a énoncé les conditions d'une zone monétaire optimale et il est clair que l'euro ne remplit pas ces conditions. Soit vous avez besoin que tous les pays subissent les mêmes chocs, ce que nous n'avons pas constaté, soit vous avez besoin d'une forte mobilité de la main-d'œuvre, afin que, si la situation d'un pays se détériore, les gens puissent passer d'un pays à un autre. Il est clair que la mobilité est extrêmement limitée dans les pays de la zone euro, en particulier parce que les langues sont différentes.

Donc quand vous avez un choc, vous devez ajuster la compétitivité et donc les prix relatifs et c'est ce qui ne fonctionne pas bien. L'Europe a beaucoup d'autres problèmes et ils interagissent tous avec ce point et ce point a trait à l'implication de l'euro lui-même.

Le troisième point. Ce manque d'ajustement est un problème critique. Nous l'avons vu en deux vagues. Tout d'abord, nous avons vu les déficits très importants de la balance courante des pays du Sud, qu'il s'agisse de la Grèce, du Portugal ou de l'Espagne et à quel point ces déficits étaient dangereux. Lorsque vous ne pouvez pas ajuster vos prix relatifs et que vous avez des déficits très importants de la balance courante, vous risquez d'avoir des ennuis, et c'est ce qui s'est passé.

Voyons maintenant le problème opposé. Nous constatons un énorme excédent de la balance courante allemande. C'est un phénomène différent car vous pouvez maintenir un surplus plus ou moins à jamais, mais, du point de vue de l'euro, ce n'est pas une bonne idée. L'excédent de la balance courante en Allemagne conduit à une appréciation de l'euro, ce qui affecte clairement les autres pays et a toutes sortes d'autres effets. L'absence d'ajustement des prix et des salaires a des implications majeures, et nous savons que ce point peut déterminer la politique. C'est d'ailleurs ce que nous observons.

Le quatrième point. Pourquoi l'ajustement des prix est-il si lent et si difficile ? La première raison est que tous les pays ne respectent pas les règles. L'Allemagne ne respecte pas les règles de l'euro et c'est un point important. La deuxième raison est que, même lorsque les pays respectent les règles, les prix et les salaires réagissent très lentement sur le marché du travail et, par conséquent, le chômage est élevé pendant une longue période. C'est très coûteux en termes humains et, comme nous le voyons maintenant, en termes politiques. Je vais aborder ces deux raisons l'une après l'autre.

Le cinquième point concerne les règles. Dans une zone monétaire commune, les pays déficitaires devraient déprécier, c'est-à-dire moins augmenter leurs prix que la moyenne de l'euro et les pays excédentaires, devrait « apprécier » c'est-à-dire augmenter leurs prix plus vite que la moyenne de l'euro. Si les pays dont la balance courante présente des excédents importants ne le font pas, que ce soit en s'appuyant sur une politique budgétaire restrictive, soit sur d'autres moyens, pour limiter la demande et, partant, l'inflation, les autres pays ne peuvent tout simplement pas ajuster. C'est exactement ce que nous constatons en Allemagne, où il existe une grande réticence à laisser l'inflation dépasser la moyenne de l'euro. Toutefois, sur un plan arithmétique pur, si certains pays doivent baisser leurs prix par rapport à la moyenne, les autres doivent accepter d'augmenter les leurs. Sinon, l'ajustement ne peut pas avoir lieu.

Le sixième point concerne l'ajustement lent des salaires et des prix. Lorsque le taux d'inflation moyen de l'euro est faible, un pays qui doit déprécier, donc diminuer l'inflation, peut avoir besoin de réduire les salaires nominaux, ce qui est extrêmement difficile à réaliser. Les gens n'aiment pas les réductions de salaires donc les salaires ne sont pas réduits et vous n'obtenez pas l'ajustement nécessaire. L'inflation moyenne de l'euro devrait être plus élevée, un problème que la BCE doit gérer.

Le manque de confiance entre les partenaires sociaux dans de nombreux pays est une autre raison de la difficulté d'ajustement des salaires et des prix. Ce qui est nécessaire dans un pays présentant un déficit de sa balance courante, est une baisse parallèle des salaires et des prix. Le mot important ici est « parallèle ». Dans la mesure où certains biens sont importés, le salaire réel (correspondant à la capacité de consommation) doit diminuer, mais pas de beaucoup. Le problème est la coordination de l'ajustement des salaires et des prix. Si les partenaires sociaux se

faisaient mutuellement confiance, cela pourrait être réalisé rapidement, plutôt que par le biais d'une longue période de chômage, aboutissant au même résultat mais avec cinq ou dix ans de difficultés. Le niveau de discussion entre les partenaires sociaux dans les différents pays - et je pense en particulier à mon propre pays, la France - est totalement insuffisant. Auparavant, la situation était bien meilleure avec ce que l'on appelait à l'époque la « planification indicative ». Les partenaires sociaux se rencontraient pour voir ce qui pouvait être fait, puis ils se mettaient ou non d'accord, mais au moins ils discutaient des problèmes. Ce n'est pas le cas aujourd'hui.

Conclusion. Que ferais-je pour améliorer l'architecture de l'euro ? Je miserais sur une inflation plus forte, non pas que j'aime l'inflation, mais parce qu'une faible inflation rend les ajustements de prix relatifs beaucoup plus difficiles. Je voudrais plus de 2 %, mais au moins 2 %. Je souhaiterais le respect des règles d'ajustement macroéconomiques, à ce stade, c'est une question pertinente pour l'Allemagne. Je travaillerais dur à améliorer les relations entre les partenaires sociaux au niveau national. Je terminerai en évoquant un sujet que je n'ai pas couvert car, bien qu'il figure sur la plupart des agendas, je ne suis pas sûr qu'il soit essentiel, à savoir l'union fiscale. Je suis entièrement d'accord avec Jean-Claude sur le fait que l'union bancaire, l'union des marchés de capitaux, est une composante essentielle de l'architecture de l'euro. Je ne suis pas sûr que l'union fiscale soit essentielle. Ce serait bien de l'avoir, mais même aux États-Unis, souvent cités en référence du fait de la prééminence du budget fédéral, l'union fiscale joue un rôle limité pour faciliter l'ajustement aux chocs spécifiques à chaque État. Mais c'est un autre sujet.