Jacques Sapir*

LA ZONE EURO EST-ELLE LE CANCER DE L'UE?

La publication le 5 septembre 2018 d'une note du service de recherche de la Banque NATIXIS a relancé le débat sur la zone Euro. Cette étude de NATIXIS parle explicitement de l'échec de la zone Euro [1]. Elle vient à point nommé alors que nous fêterons, au 1er janvier 2019 le vingt ans d'introduction de l'Euro, avec tout d'abord l'introduction de l'Euro scriptural.

Dans cette étude de NATIXIS les auteurs constatent que la mobilité des capitaux entre les pays de la zone Euro a disparu depuis la crise de la zone euro de 2010-2013 (et cette mobilité avait été présentée comme l'un des rares résultats positifs de la zone Euro) et que les échanges commerciaux entre les pays de la zone Euro n'ont pas profité autant que ce qu'on pourrait attendre de l'intégration monétaire et économique. Si le second point était largement prévisible depuis la critique des travaux d'Andrew K. Rose, le premier vaut en fait condamnation pour la zone Euro. Nous sommes bien en présence d'un échec profond, un échec dont les conséquences sont et seront désastreuses pour les pays de la zone Euro [2], mais ils ne limitent pas justement à ces pays [3]. En effet, la crise économique qu'engendre l'Euro, crise qui n'est pas sans rappeler les effets du «Bloc Or» dans les années vingt qui avaient été dénoncés par J.M. Keynes [4], ont des effets très pervers sur l'économie mondiale dans son ensemble.

Des bases discutables

La zone Euro souffre de bases qui sont fondamentalement discutables, voire viciées. Elle ne correspond nullement à l'image que l'on peut avoir d'une zone monétaire optimale, au sens de Robert Mundell [5]. On peut penser qu'elle fut construite sur un pari: son déséquilibre entraînant des crises qui obligeraient les pays membres à prendre les décisions poli-

* ***Jacques Sapir*** *– Économiste, chercheur à l'École des Hautes Études en Sciences Sociales(EHESS), Directeur du Centre d'Études des Modes d'Industrialisation (CEMI-EHESS), membre étranger de l'Académie des sciences de Russie, coprésident du séminaire russo-français permanent, Paris, France /* ***Жак Сапир*** *– научный сотрудник Высшей школы социальных наук (EHESS), директор Центра исследований индустриализации CEMI-EHESS, иностранный член РАН, сопредседатель постоянно действующего российско-французского семинара, Париж, Франция.*

tiques allant dans la direction d'un réel fédéralisme budgétaire et monétaire [6]. Mais, en réalité, l'introduction de l'Euro s'est surtout manifestée par un désastre économique accompagné d'un désastre politique. La mise en place de l'Euro s'est accompagnée de dérives antidémocratiques au sein de la zone Euro [7]. Il convient donc de revenir sur les conditions de mises en œuvre avant de mesurer l'ampleur des dégâts provoqués par l'Euro dans les pays de la zone Euro.

Les mensonges de la naissance de l'Euro. L'origine de l'Euro et de l'UEM est directement à chercher dans le rapport Delors, qui fut publié en avril 1989 [8]. On était alors dans la période marquée par la Perestroïka en URSS et il était devenu évident qu'elle allait marquer la fin de l'Europe telle qu'elle avait été issue de la fin de la seconde guerre mondiale. On peut concevoir que ce qui guidait alors les experts réunis sous la férule de Delors était de chercher à construire un môle de stabilité en Europe, autour duquel pourraient s'agréger les pays de l'ex-camp soviétique. Les objectifs géostratégiques ont donc été probablement dominant même s'ils n'ont pas été ouvertement explicités dans ce rapport.

L'objectif principal de la réglementation de l'UEM était de compléter le marché unique européen par une monnaie unique et une grande stabilité des prix [9]. En un sens, l'UEM, et l'Euro qui en découlait, dérivaient directement de l'acte unique européen, entré en vigueur en 1987 [10]. On a tendance à l'oublier aujourd'hui, mais l'acte unique européen fut le premier texte à inclure des dispositifs supranationaux dans les mécanismes institutionnels de ce qui était encore à l'époque la CEE.

Cependant, l'UEM – tout comme l'Euro – étaient caractéristiques de la période de la fin des années 1980 en cela que l'UEM prévoyait l'abolition de toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre les États membres. On était dans une période marquée par l'ascendant de l'idéologie néolibérale, qui se traduisait par une déconsidération des Nations et une importance de plus en plus grande des structures supranationales. De cela, le traité de Maastricht porte incontestablement la trace [11]. Plus généralement, l'idéologie de l'époque en Europe, et en particulier en France, est marquée par l'idée de la nécessité d'un dépassement des Nations et ce au moment même où des nations retrouvent leur souveraineté. On ne pouvait faire plus grand contre-sens historique sur la période et le contexte.

L'Euro fut d'abord présenté comme une «garantie» contre les spéculations monétaires qui avaient marqué la période du Système Monétaire Européen, du «serpent monétaire» et de l'ECU [12]. Le SME fut précédé du «Serpent monétaire européen», lui-même résultant du «rapport Werner»

remis en 1970 [13]. On le voit, les tentatives de constitution d'une zone monétaire européenne sont anciennes. Le rapport Werner fut rendu caduque par la décision des États-Unis de mettre fin à la convertibilité automatique du dollar en or au taux de 35 dollars l'once. Institué par l'accord de Bâle du 10 avril 1972, le «serpent» constitua alors la réponse des pays européens.

Il est vrai qu'une monnaie commune (autrement dit, une monnaie existant en plus des monnaies nationales et utilisée pour certaines transactions) comme ce que l'on cherchait à mettre en place avec le SME et avec l'ECU exige des règles strictes limitant les mouvements de capitaux afin de ne pas laisser de place à une spéculation à l'intérieur de la zone. Tel avait bien été le cas lors de l'expérience, de 1949 à 1957, de l'Union Européenne des Paiements, un mécanisme qui permit, dans un cadre autorisant une véritable flexibilité aux Etats, de faire face à l'instabilité monétaire de l'époque [14].

Or c'est bien là que le bât blesse. En fait, les pays européens ont fait le choix d'une libéralisation financière totale. Ce choix, qui a été largement inspiré par les socialistes français [15], a conduit, nous allons le voir, à évincer la solution de la monnaie commune au profit de celle, en principe plus élégante mais au combien plus dangereuse, de la monnaie unique. La réponse à cette première question se trouve donc dans les crises que le Système monétaire européen (SME) a connues. Mais l'histoire de ces crises a été réécrite par les partisans de la monnaie unique comme celle d'une impossibilité de combattre la spéculation dans un cadre à plusieurs monnaies. La question des institutions susceptibles de limiter et de contrôler les mouvements de capitaux ne fut jamais abordée et la «libération» des capitaux a été présentée comme un dogme, ce qu'elle n'était certainement pas [16]. Pourtant, le contrôle des capitaux a fonctionné face à des crises importantes [17]. En particulier, on a systématiquement omis de préciser où de rappeler que les pays qui étaient parties prenantes du SME avaient tout fait pour laisser le champ libre à la spéculation. Le biais contre les contrôles de capitaux apparaît comme essentiellement idéologique [18].

Les mensonges sur la croissance. Il faut ici rappeler qu'après avoir déguisé l'Euro en une forme de garantie contre les mouvements spéculatifs et les fluctuations, les thuriféraires de l'Euro ont présenté ce dernier comme un avantage pour la croissance en Europe [19]. Ils ont cependant été bien déçus et même Jacques Delors a répudié l'Euro tel qu'il existe aujourd'hui [20]. Les travaux qui furent présentés dans les années 1990 insistaient tous sur les avantages extraordinaires que donnerait la monnaie unique aux pays qui l'utiliseraient. Il s'agissait,

bien entendu, de travaux économétriques [21]. Pourtant, les résultats en furent rapidement contestés et ce non sans justes raisons [22]. Il est vrai que ces travaux étaient construits sur des bases tant méthodologiques [23] que théoriques [24] extrêmement fragiles. Il est maintenant acquis que les effets de l'Euro sur le commerce interne des pays de l'UEM a été des plus réduit [25]. L'étude publiée par NATIXIS enfonce donc le dernier clou dans le cercueil de cette idée.

De nombreux politiciens ont ainsi prétendu que l'introduction de l'Euro provoquerait, par son seul effet, une hausse de la croissance des pays membres d'environ 1%. Il n'en fut rien [1]. En réalité, l'Euro a bien eu un effet sur le commerce intra-zone, mais cet effet a été essentiellement de réarranger les flux entre les pays et de conduire certains pays à se désindustrialiser tandis que d'autres (essentiellement l'Allemagne) profitaient très fortement de l'introduction de l'Euro [26]. Tout ceci conduit à mettre en doute la rationalité économique de l'introduction de la monnaie unique. Elle a plutôt joué un rôle d'exacerbation des différences entre les pays membres, ce qui n'est pas surprenant si l'on y réfléchit un peu car les variations de taux de change entre les pays avaient fondamentalement (une fois la composante spéculative des mouvements de court terme retirée) pour effet de compenser ces différences [27].

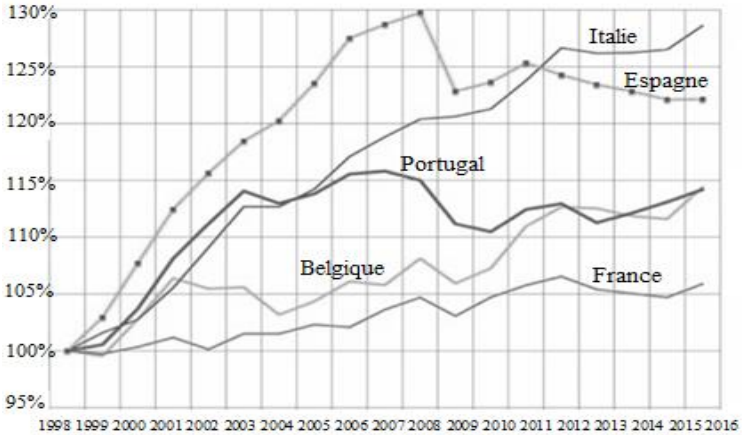
L'état de la zone Euro aujourd'hui

La zone Euro est donc malade, et depuis longtemps en fait. Les déséquilibres viennent de loin [28]. Certains on décrit l'Euro comme la «tunique de Nessus de l'Europe» [29]. De fait, les mécanismes d'une divergence systémique entre les économies de la zone Euro étaient déjà visibles avant la grande crise financière mondiale de 2007-2009 [30]. Mais, il est évident que les effets de cette crise ont aggravé le processus de divergence. Il a atteint désormais des niveaux tels qu'il ne peut plus être nié. Ces niveaux sont tels qu'ils concentrent aujourd'hui une bonne partie de l'attention des économistes qui s'interrogent, désormais, sur la survivabilité de l'Euro.

L'explosion des écarts de compétitivité. Les causes de cette situation sont connues. Elles furent analysées dans une étude publiée en 2017.

Dans l'édition 2017 du External Sector Report [31; 32], le Fond Monétaire International a souligné l'ampleur du problème posé par la divergence des compétitivités dans le cadre de la zone Euro. Il a montré l'importance de ces problèmes pour des pays comme la France, mais aussi l'Italie et l'Espagne.

On voit que le problème s'est même aggravé par rapport à l'édition 2016. Ces écarts de taux de change virtuel au sein de la zone Euro sont d'ailleurs régulièrement calculés par le FMI. Ainsi, dans tous les secteurs, le taux de change réel de la France a augmenté de 6% par rapport à celui de l'Allemagne. Pour le Portugal et la Belgique on constate une hausse de 13%, pour Espagne de 22%, et pour l'Italie de 28% (Graphique 1).



Graphique 1. Evolutions des taux de change réels par rapport à l'Allemagne

Source: OCDE et Eurostats.

L'un des problèmes est évidemment que nous parlons ici du taux de change global. Et les études du FMI fournissent des estimations pour les secteurs commercialisés. La méthodologie du FMI consiste à calculer la dynamique du taux de change fournie (s'il n'y avait pas d'euro). Ils calculent les ajustements moyen et maximal. Nous voyons que pour les 4 pays du "Sud", une dévaluation assez forte se produirait – France, Espagne, Italie, Belgique. Et aux Pays-Bas et en Allemagne, il y aurait une réévaluation.

En ce qui concerne donc les chiffres du FMI, tels qu'ils sont calculés par rapports aux taux de change réels dans les rapports annuels [31; 32], ils montrent tout à la fois une surévaluation potentielle de l'Euro pour des pays comme la France, l'Italie, L'Espagne ou la Belgique par rapport aux gains de productivité et à l'inflation, et une forte sous-évaluation pour l'Allemagne (tableau).

Tableau

Ampleur des appréciations/dépréciations des taux de change reels

	Ampleur moyenne	Ampleur maximale	Ecart avec l'Allemagne (normal-Maxi)	Ecart avec la France (normal-Maxi)
France	-11,0%	-16,0%	26-43%	-
Italie	-9,0%	-20,0%	24-47%	+2/-4%
Espagne	-7,5%	-15,0%	22,5-42%	+3,5/+1%
Belgique	-7,5%	-15,0%	22,5-42%	+3,5/+1%
Pays-Bas	+ 9,0%	+21,0%	6-6%	+20/+37%
Allemagne	+15,0%	+27,0%	-	+26/+43%

Source: écart des taux de change réels dans le FMI External Sector Report 2017 et consultations d'experts des questions de change réalisées au début d'août 2017.

En effet, si ce dernier pays avait conservé sa monnaie, son taux de change face au Dollar des Etats-Unis, mais aussi des autres monnaies, serait fortement réévalué (de 15% à 27% par rapport au taux de change de l'Euro). Les écarts atteignent donc pour la France, en comparaison à l'Allemagne, entre 26% et 43%, et ce sont des niveaux identiques que l'on retrouve, toujours par apport à l'Allemagne, pour l'Italie, l'Espagne ou la Belgique[1].

Le problème des écarts de taux réels est un problème très grave pour les pays du sud. Ces écarts obligent alors les pays dominés par l'Allemagne à réaliser des sur-ajustements à la baisse en matière de salaires [33], sur-ajustement qui ont des effets sur la demande intérieure mais aussi sur la situation sociale de ces pays, comme le montre la crise des Gilets Jaunes en France.

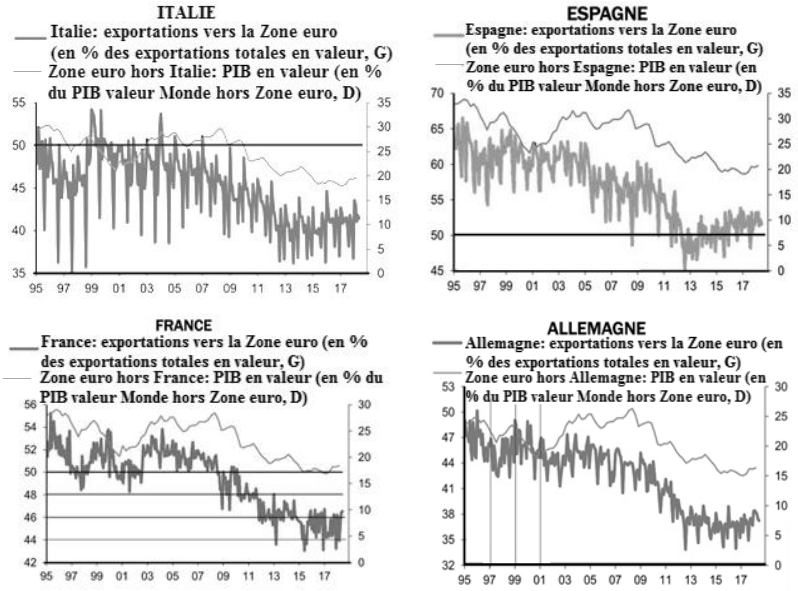
L'étude NATEXIS (réalisée par Patrick Artus) montre les évolutions de la balance commerciale en pourcentage du PIB que ce soit pour l'Allemagne ou pour des pays comme la France et l'Italie.

Depuis 2002, l'excédent commercial en Allemagne continue de croître. Aujourd'hui, il représente près de 10% du PIB. En valeur absolue, ce chiffre est supérieur au surplus de la Chine. Cette supériorité de l'Allemagne traduit plus qu'une réelle compétitivité de l'appareil économique allemand, qui est aujourd'hui confronté à des problèmes de vieillissement tant matériels qu'humains. Cette supériorité traduit en réalité un avantage en terme de taux de change, obtenu grâce à l'Euro.

On constate aussi l'ampleur de l'excédent commercial de l'Allemagne et la faiblesse de celui des autres pays. Car, l'avantage de compétitivité de

[1] *Ecart des taux de change réels dans le FMI External Sector Report 2017 et consultations d'experts des questions de change réalisées au début d'août 2017.*

l'Allemagne se paye d'un désavantage pour les autres pays, désavantage qui se traduit par des effets de désindustrialisation particulièrement importants. Certains des pays concernés, comme l'Italie et l'Espagne, ont réussi à stabiliser leur déficit commercial. Mais, ce fut au prix d'une contraction sévère de la demande intérieure. En fait, le déficit s'est comblé non par une augmentation des exportations mais par une diminution assez considérable des importations. Les études menées par NATIXIS le démontrent avec éloquence (Graphique 2). De fait il y a réelle défaillance de la demande intérieure qui est importante du point de vue de la croissance. De fait, sauf dans le cas de l'Espagne, la demande intérieure en 2018 est inférieure ou égale au niveau qui était le sien en 2002. Mais, même dans le cas de l'Espagne, la situation n'est pas bonne.



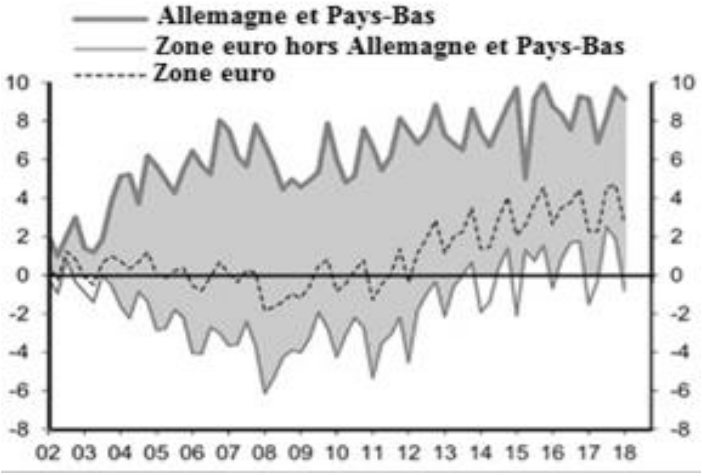
Graphique 2. Volumes des exportations vers la Zone Euro

Source: Natixis, Flash Economie, Pour l'instant la zone Euro est un échec, n°955, 5 septembre 2018.

En effet, ce pays exportait massivement vers l'Europe. Jusqu'en 1999, cela représentait 60 à 65% de ses exportations. Mais, ce chiffre est tombé à 50% à la fin de cette période. C'est-à-dire que les exportations espagnoles vers la zone euro ont chuté de 15% au fil des ans.

L'impact sur la demande et l'investissement. On constate donc une baisse généralisée de la demande intérieure pour les pays concernés (Graphique 4 et 5). Une telle baisse de la demande interne est importante du point de vue du marché intérieur. Elle a naturellement des conséquences pour l'investissement et pour la croissance.

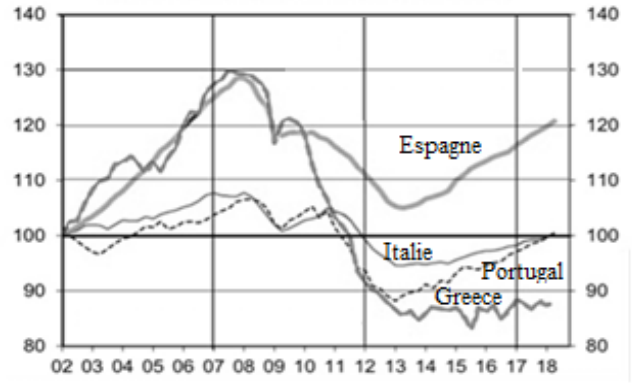
En fait les exportations des autres pays, comme la France, l'Italie et l'Espagne ont elles aussi tendance à être plus dirigées vers l'extérieur que ver l'intérieur de la zone Euro. Avant l'introduction de l'Euro, les exportations étaient stables. Mais depuis l'introduction de l'Euro de 1999 à 2002, la part des exportations sur le marché interne de la zone Euro a commencé à chuter. Cette baisse a aussi des conséquences par rapport aux exportations de l'Allemagne. On a vu, sur le Graphique 3, que ces exportations ont fortement augmenté de manière générale.



Graphique 3. Evolution de la balance commerciale et points de pib

Source: Natixis, Flash Economie, Pour l'instant la zone Euro est un échec, n°955, 5 septembre 2018.

La demande déprimée des autres pays de la Zone Euro (Graphique 4) contraint en réalité l'Allemagne a orienter une politique exportatrice très agressive hors de la zone Euro. En fait, on constate que depuis la crise financière des années 2007-2010, les exportations allemandes vers la zone euro ont tendance à baisser tandis que les exportations allemandes hors de la zone Euro ont, elles, tendance à augmenter. Et, ce phénomène n'est pas propre à la seule Allemagne.



Graphique 4. Demande intérieure dans les pays du sud de la zone Euro

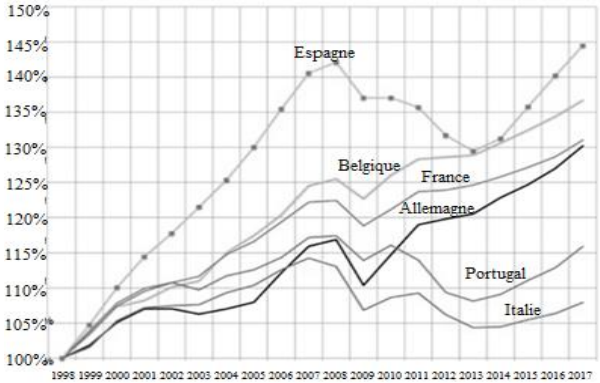
Source: Natixis, Flash Economie, Pour l'instant la zone Euro est un échec, n°955, op.cit.

L'Allemagne exporte aujourd'hui moins vers la zone euro qu'en 1995. Ceci en dit long sur les effets de l'Euro qui vont donc à l'inverse de l'intégration de l'Union européenne comme cela avait pourtant été le rêve de ses concepteurs. De fait, l'Euro a provoqué un décrochage net de la demande intérieure de la zone Euro par rapport à la demande intérieure des Etats-Unis (Graphique 5). L'Euro a donc globalement affaibli l'économie de la Zone Euro au lieu de la renforcer. Les conséquences sont évidentes sur la croissance.

Graphique 5. Comparaison entre la zone Euro et les Etats-Unis

Source: Natixis, Flash Economie, Pour l'instant la zone Euro est un échec, n°955, op.cit.

En ce qui concerne la croissance du PIB, il faut néanmoins rappeler que la situation est aussi affectée par les politiques plus ou moins expansives conduites par les gouvernements. Nous voyons alors apparaître trois groupes de pays. La Belgique et l'Espagne semblent ne pas souffrir de cette situation – leur croissance du PIB à partir de 1998 est de 40 à 45% (Graphique 6). Mais, en réalité, le cas de ces deux pays est très différent. L'Espagne était un des pays les moins développés de l'Europe occidentale, payant le pris des années du régime franquiste qui avaient laissé le pays dans un état de semi-sous-développement.



Graphique 6. Comparaison des taux de croissance

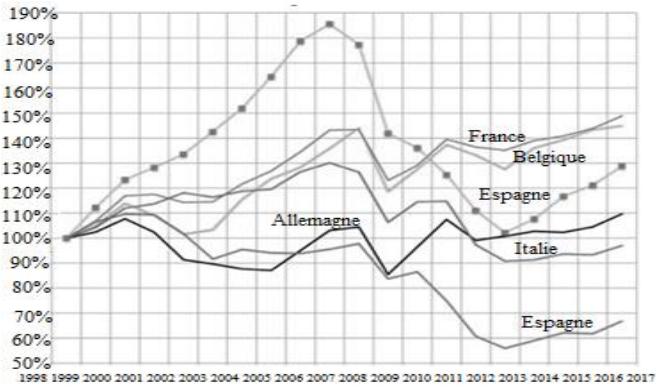
Source: données du FMI.

Au Portugal et en Italie, la situation est assez décevante. C'est surtout dans le cas de l'Italie où on assiste sur l'ensemble de la période (1998-2017) à une augmentation de seulement 6%! C'est la base économique des problèmes politiques que l'on peut observer en Italie.

Les taux de croissance de la France et de l'Allemagne se situent à peu près au même niveau. Le problème est que la France ne peut maintenir ce niveau de croissance égal à celui de l'Allemagne que par une augmentation annuelle du déficit. Or, les contraintes de l'Union européenne imposent une réduction de ce dernier. Par ailleurs, on peut se demander si tenter de compenser l'effet dépressionniste de l'Euro par une expansion budgétaire constante est une politique durable dans le temps. Si l'Allemagne appliquait la même politique budgétaire que la France, sa croissance serait supérieure à celle de la France et si, en France, on appliquait la même politique budgétaire qu'en Allemagne, la croissance serait pire qu'en Allemagne.

L'impact de l'euro peut ainsi être partiellement compensé par la politique budgétaire, mais dans certaines limites.

La situation déprimée de la demande intérieure a aussi des conséquences sur le niveau de l'investissement dans les différents pays. De fait, le problème est général dans la zone Euro [34] (Graphique 7).



Graphique 7. Les évolutions de l'investissement

Source: base de données du FMI, World Global Outlook

L'investissement était en Allemagne a ide 23-24% du PIB en 1998 et en 2017, il est tombé à moins de 20%. Ce recul du taux d'investissement signifie que l'Allemagne n'est plus actuellement en mesure de renouveler son appareil productif ni ses infrastructures [35, 36]. La compétitivité générale du territoire ne peut qu'en souffrir.

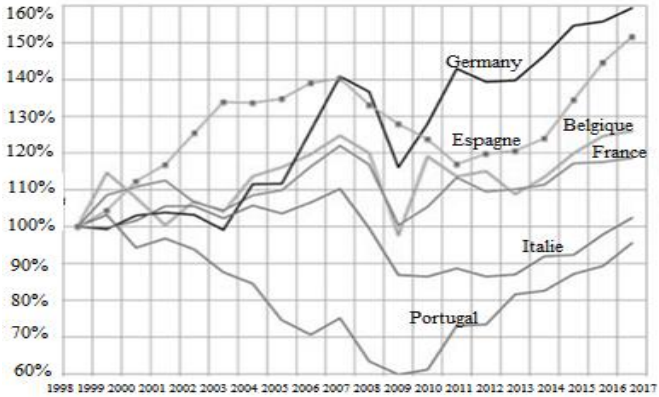
Le problème est même plus aigu dans les pays du sud de la zone Euro: au Portugal le taux d'investissement est tombé à 16% du PIB, et en Italie à 17,5%. Tout le monde est au courant de la catastrophe d'août, lorsque le pont Morandi s'est effondré à Gênes. En Italie, une douzaine de ponts supplémentaires se sont effondrés depuis 2012. On voit qu'il est impossible de sacrifier des investissements et de ne pas faire face à des catastrophes causées par l'homme. La France et la Belgique conservent cependant un niveau d'investissement relativement comparable à celui de 1998, mais avec un déficit budgétaire important.

Une circulation des capitaux en panne? L'unification des marchés de capitaux avait été, pendant longtemps, considérée comme le seul résultat véritablement positif de la zone Euro [37]. Si l'on avait

bien assisté à une unification des marchés des dettes, les espaces qui continuaient de porter une trace, même lointaine, de l'économie réelle telles les Bourses restaient marqués par «la forte résistance des segmentations nationales» [36, p.237]. Mais, aujourd'hui, on est en droit de se demander si la finance européenne n'est pas complètement affranchie des logiques de l'économie réelle dans la zone euro.

En fait on observe aujourd'hui une dé-corrélation entre les mouvements financiers et les mouvements réels [38]. De fait, la mobilité des capitaux a disparu depuis la période de crise aigüe de 2010-2013 [39]. Il faut ainsi rappeler que l'intérêt de la création d'une Union Monétaire est en théorie de favoriser, grâce à la disparition du risque de change, la mobilité des capitaux entre les pays. Ceci est censé permettre à l'épargne de financer les projets les plus intéressant et doit donc, en théorie, contribuer tant à la croissance globale de la zone qu'à son efficacité économique. Mais, il est clair que la Zone Euro ne permet pas aujourd'hui que l'épargne soit investie là où elle serait la plus efficace à l'intérieur de la zone et elle n'a pas fait apparaître un effet significatif de « marché unique », effet qui était pourtant attendu par les avocats de l'Euro.

L'absence de circulation des capitaux, que l'évolution des taux d'épargne met bien en évidence au sein de la zone Euro (Graphique 8), et qui est bien indiqué dans l'étude de NATIXIS, rend d'autant plus dramatique cet éclatement de la compétitivité au sein de l'Euro, qui conduit à une sous-évaluation de la monnaie de l'Allemagne et à une surévaluation de la monnaie de la Belgique, de l'Espagne, de la France et de l'Italie.



Graphique 8. Epargne en volume (euros à prix constants) en indice, base 100=1998

Source: Base de données du FMI, Global World Outlook.

Elle pose par ailleurs le problème de la sécurité de la sphère financière dans la zone Euro, en l'absence de tout réel mécanisme de socialisation des fonds financiers, en particulier dans le cas de nouvelles crises bancaires. Or, de telles crises sont une possibilité bien réelle à relativement court terme, qu'il s'agisse de la Deutsche Bank, dont le coût de réassurance (via les Credit Default Swaps) à doublé en un an [40], ou qu'il s'agisse des banques italiennes [41].

Au-delà du risque d'exposition à une crise des banques italiennes pour les banques françaises, il est clair qu'en l'absence d'une circulation des capitaux c'est tout l'édifice de la zone Euro qui devient excessivement fragile à une nouvelle crise financière. L'action de la BCE ne pourra que retarder une crise systémique. On en revient donc à l'inexistence d'un véritable marché des capitaux au sein de la zone Euro, situation hautement paradoxale dans une Union Monétaire, mais situation de fait. Cette situation est un signe supplémentaire de l'inachèvement structurel de cette zone, et des périls, tant à court qu'à moyen terme, que cet inachèvement fait peser sur les économies des pays de la zone Euro.

Une réforme de la zone Euro est-elle possible?

Alors, on dira que tout ceci survient alors que la «zone Euro» est restée fondamentalement incomplète: il n'y a pas eu de budget commun (du moins certainement pas dans les proportions nécessaires) et pas d'union fiscale ni d'union de transferts. Tout ceci est exact. Mais, il convient de savoir que les divers membres de la zone Euro divergent fortement quant aux solutions qu'il conviendrait d'apporter. Le blocage n'est ici pas seulement économique, il est aussi politique. Cette incapacité à réaliser ce que certains (et parfois honnêtement) tenaient pour le «programme global» de l'Euro est le produit de la résistance institutionnelles de plusieurs pays, et au premier lieu de l'Allemagne. Pour cette dernière, il n'a jamais été question d'avoir un budget fédéral et la seule forme de «fédéralisme» qui soit acceptable serait le contrôle par l'Allemagne des budgets des autres pays. Ce pays a toujours refusé de la manière la plus catégorique d'accéder aux diverses demandes d'une «union de transferts», demandes qui pourtant seraient logiques dans la perspective d'une Union européenne de type fédérale. De fait, l'Allemagne s'est servie de l'UE pour faire avancer ses propres intérêts nationaux au détriment des autres pays [42].

L'inachèvement de la «zone Euro» n'est donc pas conjoncturel comme on le prétend mais bien structurel. L'Allemagne a voulu cette situation parce que c'est la seule qui lui convenait. Dès lors, le future de l'Union Economique et Monétaire apparaît des plus sombres. Cette «union» devrait connaître ce qui fut le sort des autres «unions», c'est à dire se dissoudre [43]. Mais, ce faisant, elle risque fort d'entraîner avec elle la dissolution de l'Union européenne elle-même.

L'échec de la zone Euro est aujourd'hui évident pour la grande majorité des observateurs. Cet échec entraîne les pays de la zone Euro à leur perte mais, au-delà, pèse de manière importante sur la conjoncture internationale. Le fait que l'Euro condamne un groupe de pays à avoir une faible croissance a des conséquences importantes sur le reste du monde. C'est pourquoi, la dissolution de la zone Euro apparaît aujourd'hui comme une priorité absolue.

Sources

1. *Natixis, Flash Economie, Pour l'instant la zone Euro est un échec, n°955, 5 septembre 2018.*
2. *Mastromatteo, G. et S. Rossi, «The economics of deflation in the euro area: a critique of fiscal austerity», in Review of Keynesian Economics, vol. 3, 2015, n 3, pp. 336-350.*
3. *Bibow J. et A. Terzi (dir.), Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?, New York (N. Y.), Palgrave Macmillan, 2007.*
4. *Keynes J.M., A Tract on Monetary Reform, Cambrdige University Press, Cambridge, 1923. https://fr.scribd.com/document/374699363/keynes-1923-a-tract-on-monetary-reform-pdf*
5. *Voir Sapir J., « The EMU's Twisted Foundations: How to Use and Misuse Economic Theory » in Studies on Russian Economic Development, Septembre 2018, Volume 29, Issue 5, pp. 497-506.*
6. *Sapir J., L'avenir de la zone Euro, avec Michel Aglietta, Institut Diderot, printemps 2016.*
7. *Sapir J., « La zone Euro: du cadre disciplinaire à la 'Democarnnie' », in Coll., L'Euro est-il mort ?, Paris, Editions du Rocher, 2016, pp. 111-124.*
8. *Delors J., Mémoires, Paris, Plon, 2004, 511 p.*
9. *Gros D., One Market, One Money –A Mistaken Argument (post factum)?, Bruxelles, CEPS, Policy Insight, n°5, 2017*
10. *Ruyt J. (Dir.), L'acte unique européen, Bruxelles, Université de Bruxelles, Institut d'études européennes, 1989, 389 p.*
11. *Traité de Maastricht sur l'Union européenne. URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1454958852229&uri=URISERV:xy0026.*
12. *Du Bois de Dunilac, P., Histoire de l'Europe monétaire (1945-2005): Euro qui comme Ulysse, Genève et Paris, Presses universitaires de France, 2008.*
13. *M. Aris et N. M. Healey, « The European Monetary System », in N. M. Healey, The Economics of the New Europe, Londres-New York, Routledge, 1995, p. 45-67. Voir aussi B. Harrison et N. M. Healey, «European Monetary Union: Progress, Problems and Prospects », ibid., p. 103-123.*
14. *Triffin R., « L'histoire de l'unification monétaire européenne: de l'UEP à nos jours » In Revue d'économie financière, n°8-9, 1989. L'Europe monétaire: SME, Écu, Union monétaire. pp. 13-18.*
15. *R. Abdelal et S. Meunier, « Mondialisation: la French Touch », Telos, 12 octobre 2007, http://www.telos-eu.com/fr/article/mondialisation_la_french_touch.*
16. *Rodril D. et Kaplan E., «Did the Malaysian Capital Controls work », Working Paper, Kennedy School of Government, Harvar University, février 2018, https://drodrik.scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files/did-malaysian-capital-controls-work.pdf.*
17. *Rodril D. et Subramanian A., « Why Did Financial Globalization Disappoint? » in IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, Frontiers of Research on Financial Globalization (2009), pp. 112-138.*
18. *Melo Modenesi A. et R. Lyrio Modenesi, « Capital Controls and Financial Liberalization: Removing the Ideological Bias », in Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 30, No. 4 (été 2008), pp. 561-582.*

19. *Voir le « Rapport Delors », https://www.cvce.eu/education/unit-content/-/unit/7124614a-42f3-4ced-add8-a5fb3428f21c/203c1fd0-f667-4f2e-b522-02a651e1bcb7.*
20. *L'expansion l'express. URL: https://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/jacques-delors-je-ne-suis-pas-le-pere-de-cet-euro-la_1044504.html.*
21. *Rose, A.K. « One money, one market: the effect of common currencies on trade », Economic Policy Vol. 30, 2000, pp.7-45. Voir aussi: Rose, A. K., "Currency unions and trade: the effect is large," Economic Policy Vol. 33, 449-461, 2001, et Rose, A.K., Wincoop, E. van « National money as a barrier to international trade: the real case for currency union », American Economic Review, Vol. 91, n°2/2001, pp. 386-390.*
22. *Bun, M., Klaasen, F., « The euro effect on trade is not as large as commonly thought», Oxford bulletin of economics and statistics, Vol. 69, 2007, p. 473-496; Persson T., « Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect ?» in Economic Policy, n°33, 2001, pp. 435-448. Nitsch V., « Honey I Shrunk the Currency Union Effect on Trade », World Economy, Vol. 25, 2002, n° 4, pp. 457-474.*
23. *Greenaway, D. Kneller, R., «Firm heterogeneity, exporting and foreign direct investment», Economic Journal, 117, 2007, pp. 134-161; Flam, H., Nordström, H. (2006), «Trade volume effects of the euro: aggregate and sector estimates », IIES Seminar Paper No. 746.*
24. *Kouparitsas, M. A., "Is the EMU a viable common currency area? A VAR analysis of regional business cycles", Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, vol. 23, 1999, n° 4, pp.2-20.*
25. *Baldwin R. (2006) « The euro's trade effects » ECB Working Papers, WP n°594, Frankfurt. Baldwin R. et al. (2008), « Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment », Economic Paper, European Commission, n° 321.*
26. *Kelejian, H. & al., « In the neighbourhood: the trade effects of the euro in a spatial framework », Bank of Greece Working Papers, 136, 2011.*
27. *Glick, R., (1991), "European monetary union: Costs and benefits", Federal Reserve Bank of San Francisco, Weekly Letter, no. 91-16. Salvatore, D. and G. Fink, "Benefits and costs of European economic and monetary union", The Brown Journal of World Affairs, vol. 4, 1999, Issue 2, pp. 187-194.*
28. *Sapir J., « La Crise de l'Euro: erreurs et impasses de l'Européisme » in Perspectives Républicaines, n°2, Juin 2006, pp. 69-84.*
29. *Le Cacheux Jacques, « L'Euro, tunique de Nessus de l'Europe ? », Politique européenne, 2003/2 (n° 10), p. 58-76 ; URL: https://www.cairn.info/revue-politique-europeenne-2003-2.htm-page-58.htm.*
30. *Sapir J., « Is the Eurozone doomed to fail », pp. 23-27, in Making Sense of Europe's Turmoil, CSE, Bruxelles, 2012. Voir aussi: Sapir J., « Krizis evrozony i perspektivy evro », [La crise de la zone Euro et les perspectives de l'Euro] in Problemy Prognozirovanija, n° 3 (126), 2011, pp. 3-18.*
31. *2017 External Sector Report. IMF. URL: http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/27/2017-external-sector-report.*
32. *2016 External Sector Report. IMF. URL: http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/2016-External-Sector-Report-PP5057.*
33. *NATIXIS, Comment maintenir des changes fixes (ou une Union Monétaire) entre des pays?, Flash-Economie, n°209, 20 mars 2012, p. 7.*
34. *La tribune. URL: https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/alerte-sur-le-sous-investissement-des-infrastructures-en-europe-790221.html.*
35. *Alternatives economique. URL: https://www.alternatives-economiques.fr/allemagne-la-decadence-des-infrastructures-publiques/00012137.*
36. *Les echos. URL: https://www.lesechos.fr/14/05/2018/lesechos.fr/0301674645071_le-fmi-presse-l-allemagne-de-davantage-investir-pour-preparer-l-avenir.htm.*
37. *Aglietta M., "Espoirs et inquiétudes de l'Euro" in M. Drach (ed.), L'argent – Croyance, mesure, spéculation, Éditions la Découverte, Paris, 2004, pp. 235-248.*
38. *NATIXIS, Que se passe-t-il si les marché financiers sont décorrélés de l'économie de la zone Euro, Flash Economie, n° 168, 15 février 2016.*
39. *NATIXIS, Pour l'instant la zone Euro est un échec, Flash Economie, n° 955, 5 septembre 2018.*
40. *Reuters, « Due Credit », https://www.breakingviews.com/considered-view/deutsche-banks-misleading-cds-hide-a-wider-truth/.*
41. *Le monde. URL: https://www.lemonde.fr/economie/article/2018/05/25/l-inquietude-pour-les-banques-italiennes-ressurgit_5304416_3234.html.*
42. *Jacobin. URL: https://jacobinmag.com/2018/08/wolfgang-streeck-interview-germany-european-union.*
43. *Bordo, Michael, and Lars Jonung. Lessons for EMU from the History of Monetary Unions. London: Institute of Economic Affairs, 2000. De Cecco, Marcello. "European Monetary and Financial Cooperation before the First World War." Rivista di Storia Economica 9 (1992): 55-76; Silva, S. and S. Tenreyro, "Currency Unions in Prospect and Retrospect," Annual Review of Economics, (2010), Vol. 2(1):51-74.*

Жак Сапир

СТАЛО ЛИ СОЗДАНИЕ ЗОНЫ ЕВРО ОНКОЛОГИЧЕСКИМ ЗАБОЛЕВАНИЕМ ДЛЯ ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА?

5 сентября 2018 года была опубликована записка исследовательского департамента банка NATIXIS, которая привела к оживлению дискуссии о зоне евро. В этом исследовании NATIXIS недвусмысленно говорится о неудаче еврозоны как проекта [1]. Исследование появилось весьма кстати, поскольку 1 января 2019 года отмечается двадцатилетие со дня введения безналичного евро.

В исследовании NATIXIS авторы констатируют, что мобильность перетоков капитала между странами еврозоны исчезла после кризиса этой зоны в 2010-2013 гг. (хотя ранее эта мобильность рассматривалась как один из немногих положительных результатов еврозоны) и что торговля между странами еврозоны не принесла столько пользы, сколько можно было бы ожидать от валютной и экономической интеграции. И если второе положение было в значительной степени предсказуемым после критики, содержащейся в работах Эндрю К. Роуза, первое позволяет вынести по сути окончательный приговор зоне евро. Мы находимся в состоянии глубокого провала, последствия которого уже являются и далее будут катастрофическими для стран еврозоны [2], но не ограничиваются только этими странами [3]. Действительно, экономический кризис, который порожден кризисом евро и который заставляет вспомнить о негативных эффектах "золотого стандарта" в 1920-е годы, о которых говорил Дж. М. Кейнс [4], оказывает крайне пагубное воздействие на мировую экономику в целом.

Спорные предпосылки

Еврозона страдает от предпосылок, которые изначально являются сомнительными или даже ошибочными. Она ни в коей мере не соответствует определению оптимальной денежной зоны

в интерпретации Роберта Манделла [5]. Можно предположить, что зона евро была построена по принципу пари: если будут возникать дисбалансы, приводящие к кризисам, это заставит страны-члены принимать политические решения, ведущие к реальному фискальному и денежно-кредитному федерализму [6]. Но в действительности введение евро повлекло за собой катастрофу – в первую очередь экономическую, но которая сочетается с катастрофой и в политической сфере. При этом создание зоны евро сопровождалось антидемократическими отклонениями [7]. Поэтому, прежде чем измерять масштабы ущерба, причиненного введением евро, следует вернуться к рассмотрению условий создания еврозоны.

Ложные утверждения, сопровождавшие введение евро. Истоки появления евро и валютно-экономического союза (UEM) можно найти в докладе Жака Делора, который был опубликован в апреле 1989 года [8]. В то время в СССР происходила перестройка, и стало очевидно, что она ознаменует конец Европы, как это однажды уже было после окончания Второй мировой войны. Можно предположить, что идея, которая направляла экспертов, собравшихся под руководством Делора, состояла в том, чтобы попытаться создать оплот стабильности в Европе, вокруг которого можно было бы собрать страны бывшего советского лагеря. Таким образом, при принятии решения именно геостратегические цели, вероятно, были доминирующими, даже если они не были в явном виде сформулированы в этом докладе.

Основная цель регулирования в рамках UEM состояла в том, чтобы обеспечить европейский единый рынок единой валютой и высокой ценовой стабильностью [9]. В определенном смысле UEM и евро были введены непосредственно Единым Европейским Актом (EEA), вступившим в силу в 1987 году [10]. Сегодня его, как правило, забывают, но EEA был первым текстом, который включил наднациональные правовые нормы в институциональные механизмы еще когда существовало Европейское экономическое сообщество (ЕЭС).

Поэтому UEM – как и евро – имел черты, присущие периоду конца 1980-х годов, но при этом UEM предусматривал отмену всех ограничений на переток капиталов между государствами-членами. Это было в период, который характеризовался подъемом неолиберальной идеологии, выражавшейся в принижении роли национальных государств и в постоянном

повышении значимости наднациональных структур. Таким образом, Маастрихтский договор, несомненно, имеет предысторию [11]. В более общем плане европейская идеология того времени, и особенно во Франции, характеризовалась идеей о необходимости преодолеть границы государств, причем в тот самый момент, когда государства восстанавливали свой суверенитет. Нельзя было придумать более противоречивого действия в тот исторический период и в том контексте.

Сначала евро был представлен как «гарантия» от валютных спекуляций, которые были характерны для периода европейской валютной системы, «валютной змеи» и ЭКЮ [12]. В свою очередь, европейской валютной системе предшествовала «европейская валютная змея», которая была наследницей «Плана Вернера», принятого в 1970 году [13]. План Вернера потерял силу из-за решения США прекратить автоматическую конвертацию доллара в золото по курсу 35 долл./унция. «Змея», учрежденная Базельским соглашением от 10 апреля 1972 года, стала ответом европейских стран именно на это действие США. Как можно видеть, попытки создания европейской валютной зоны являются давними.

На самом деле, общая валюта (т.е. валюта, существующая в дополнение к национальным валютам и используемая для некоторых операций), подобная той, которую пытались создать в рамках Европейской валютной системы (ЕВС) с помощью ЭКЮ, требует строгих правил, ограничивающих перетоки капитала, с тем, чтобы исключить возможность спекуляций внутри зоны. Так было в ходе эксперимента в период с 1949 по 1957 год во время существования Европейского платежного союза с его механизмом, которые позволяли государствам в рамках, допускающих реальную гибкость, справиться с валютной нестабильностью того времени [14].

И в этом кроется проблема. По факту европейские страны сделали выбор в пользу полной финансовой либерализации. Выбор, который был в значительной степени инспирирован французскими социалистами [15], привел, как мы увидим, к вытеснению общей валюты в пользу в принципе более элегантной, но и более опасной, единой валюты. Это выбор во многом объясняется кризисами, которые пережила европейская валютная система (ЕВС). Но история этих кризисов была переписана сторонниками единой валюты, которые утверждали, что невозможно бороться со спекуляциями при

наличии нескольких валют. Вопрос об институтах, которые могли бы ограничивать и контролировать движение капитала, никогда не рассматривался, и «освобождение» капитала было представлено как неоспоримая необходимость, которой оно, безусловно, не было [16].

Однако следует помнить, что недостаточная эффективность контроля за перетоками капитала в рамках ЕВС во многом объяснялась тем, что он осуществлялся в условиях серьезных кризисов [17]. В частности, при описании этих кризисов систематически забывали уточнить или напомнить, что страны-участницы ЕВС делали все возможное, чтобы оставить свободное поле для спекуляций. Таким образом, предвзятость в отношении контроля за перетоками капитала носила в основном идеологический характер [18].

Ложные утверждения о росте. Здесь следует напомнить, что, описывая евро как якобы гарантию от спекуляций и курсовых колебаний, апологеты этой валюты представили ее как фактор экономического роста в Европе [19]. Однако позднее они были очень разочарованы, и даже Жак Делор отрекся от евро в том виде, в каком эта валюта существует сегодня [20]. Работы, написанные в 1990-х годах, подчеркивали исключительные преимущества, которые единая валюта даст использующим ее странам. Разумеется, речь шла об эконометрических работах [21]. Тем не менее, выводы этих работ были быстро опровергнуты, для чего были веские основания [22]. Дело в том, что работы апологетов евро строились на очень хрупкой методологической [23] и теоретической [24] основе. Сейчас уже ясно, что влияние евро на внутреннюю торговлю стран-членов Европейского Союза было ниже ожидавшегося [25]. Поэтому исследование, опубликованное NATIXIS, забивает последний гвоздь в крышку гроба идеи о единой валюте.

Многие политики также утверждали, что введение евро само по себе приведет к ускорению экономического роста стран-членов примерно на 1%. Это оказалось не так [26]. Евро действительно оказало значительное влияние на торговлю внутри еврозоны, но этот эффект был вызван в основном перераспределением товарных потоков между странами, а также деиндустриализацией некоторых стран (и сокращением производства в них), в то время как другие, в основном Германия, в значительной степени выиграли от введения евро

[26]. Все это ставит под сомнение экономическую рациональность введения единой валюты. Эта валюта скорее сыграла негативную роль, усилив экономические различия между странами-членами. Это неудивительно. Немного подумав, мы поймем, что именно колебания обменных курсов (если убрать спекулятивный компонент краткосрочных перетоков капитала) способны фундаментальным образом компенсировать экономические различия между странами [27].

Состояние зоны евро сегодня

Таким образом, еврозона больна, и на самом деле давно больна. Ее дисбалансы имеют давнюю историю [28]. Некоторые авторы описывают евро как «тунику Несса для Европы» [29]. Действительно, механизмы, провоцирующие системные разрывы между экономиками еврозоны, были видны еще до мирового финансового кризиса 2007-2009 годов [30]. Впоследствии стало очевидно, что кризис только усугубил степень межстрановых различий. Разрывы достигли таких уровней, что их больше нельзя было отрицать. Эти различия настолько велики, что сегодня именно на них сосредоточено основное внимание экономистов, которые теперь задаются вопросом о жизнеспособности евро.

Стремительное усиление разрывов в уровне конкурентоспособности. Причины указанной ситуации известны. Они были проанализированы в одном из исследований, результаты которого были опубликованы в 2017 г.

В выпуске «External Sector Report» 2017 года [31; 32] Международный валютный фонд подчеркнул масштабы проблемы, обусловленной разрывами конкурентоспособности в еврозоне. Он показал остроту этих проблем для таких стран, как Франция, Италия и Испания.

Разрывы в виртуальных валютных курсах внутри еврозоны МВФ вычисляет регулярно. Если сравнивать положение дел 2017 г. с описанным в выпуске 2016 г., можно увидеть, что ситуация даже ухудшилась. Суммарно по всем секторам обменный курс в реальном исчислении для Франции был на 6% выше, чем в

Германии. Для Португалии и Бельгии это превышение достигло 13%, для Испании – 22%, для Италии – 28% (рис. 1).

Одна из проблем, очевидно, заключается в том, что здесь мы говорим о глобальном обменном курсе. А исследования МВФ предоставляют оценки для торгуемых секторов. Методология МВФ заключается в расчете динамики обеспеченных межстрановых обменных курсов (в предположении, что евро не существует). Они рассчитывают средние и максимальные корректировки. Мы видим, что при этих условиях в четырех странах "Юга" – Франции, Испании, Италии, Бельгии – произошла бы довольно сильная девальвация национальных валют. А в Нидерландах и Германии имела бы место их ревальвация.

Рис. 1. Динамика обменных курсов в реальном исчислении по отношению к Германии

Источник: ОЭСР и Евростат.

Что касается показателей МВФ, которые рассчитываются по отношению к реальным обменным курсам в годовых отчетах [31; 32], то они свидетельствуют как о потенциальном завышении курса евро для таких стран, как Франция, Италия, Испания или Бельгия (по сравнению с ростом производительности и инфляции), так и о высокой недооценке этого курса для Германии (таблица).

Таблица

Масштабы завышения/занижения реальных обменных курсов

Страна	Средняя величина	Максимальная величина	Отклонение от Германии (нормальное-максимальное)	Отклонение от Франции (нормальное-максимальное)
Франция	-11,0%	-16,0%	26-43%	-
Италия	-9,0%	-20,0%	24-47%	+2/-4%
Испания	-7,5%	-15,0%	22,5-42%	+3,5/+1%
Бельгия	-7,5%	-15,0%	22,5-42%	+3,5/+1%
Нидерланды	+ 9,0%	+21,0%	6-6%	+20/+37%
Германия	+15,0%	+27,0%	-	+26/+43%

Источник: доклад МВФ «External Sector Report» 2017 (разрыв реальных обменных курсов) и консультации экспертов по валютным вопросам, проведенные в начале августа 2017 года.

Действительно, если бы Германия сохранила свою валюту, обменный курс этой валюты по отношению к доллару США, а также к другим валютам сильно бы вырос (на величину от +15% до +27% по отношению к современному обменному курсу евро). А курсовой разрыв между Францией и Германией составил бы от 26 до 43%. Идентичные уровни разрыва с Германией наблюдались бы и для валют Италии, Испании и Бельгии[2].

Проблема разрывов в реальных курсах очень остра для стран юга Европы. Эти разрывы вынуждают те страны, которые находятся под экономическим влиянием Германии, слишком сильно снижать заработную плату [33]. Такие чрезмерные корректировки отрицательно влияют на внутренний спрос, а также на социальную ситуацию в этих странах, о чем свидетельствует кризис «желтых жилетов» во Франции.

Исследование NATEXIS (проведенное Патриком Артюсом) показывает изменения торгового баланса в процентах от ВВП для таких стран как Германия, Франция и Италия.

Начиная с 2002 года сальдо торгового баланса в Германии продолжает расти. Сегодня оно составляет уже почти 10% ВВП. В абсолютном выражении эта цифра больше, чем положительное торговое сальдо Китая. Этот профицит отражает реальную конкурентоспособность немецкой экономики, которая сегодня сталкивается с проблемами старения как производственного аппарата, так и человеческих ресурсов. Кроме того, положительное сальдо фактически характеризует выигрыш Германии, полученный благодаря введению евро, в категориях обменного курса.

[2] *écart des taux de change réels dans le FMI External Sector Report 2017 et consultations d'experts des questions de change réalisées au début d'août 2017.*

При этом можно констатировать, что торговый профицит Германии сочетается с торговым дефицитом в других странах Евросоюза. Из-за того, что преимущество Германии в конкурентоспособности оплачено отставанием других стран, это приводит к ярко выраженным эффектам деиндустриализации в последних. В некоторых затронутых этой проблемой странах, таким как Италия и Испания, удалось стабилизировать свой внешнеторговый дефицит. Но это было достигнуто ценой серьезного сокращения внутреннего спроса. Фактически, дефицит был восполнен не увеличением экспорта, а довольно значительным сокращением импорта. Исследования, проведенные NATIXIS, красноречиво демонстрируют это (рис. 2).

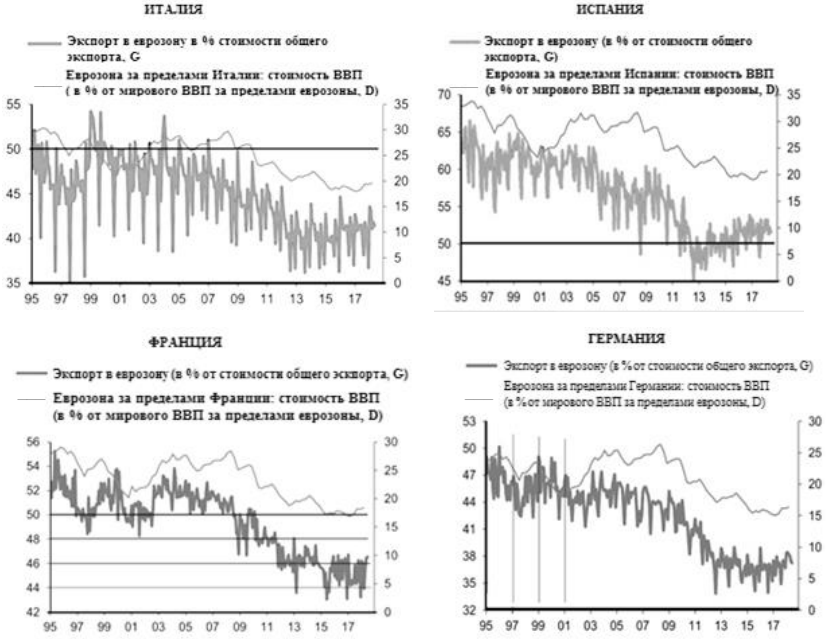


Рис. 2. Объемы экспорта в еврозону

Источник: Datastream, национальные источники, Natixis, Flash Economy, «На данный момент еврозона потерпела провал», № 955, 5 сентябрь 2018.

В действительности, в Европе имеет место реальная слабость внутреннего спроса, что важно с точки зрения оценки перспектив роста. За исключением Испании, внутренний спрос в странах ЕС

в 2018 году оказался на уровне 2002 года и ниже. Но даже в случае Испании ситуация не очень хорошая. Действительно, эта страна осуществляла масштабный экспорт в Европу. До 1999 года на долю ЕС приходилось от 60 до 65% ее экспорта. Но сейчас эта цифра упала до 50%. Иными словами, испанский экспорт в зону евро сократился за эти годы на 15 проц. п.

Влияние на спрос и инвестиции. В странах ЕС наблюдается общее снижение внутреннего спроса (см. рис. 4 и 5). Такое падение внутреннего спроса имеет большое значение с точки зрения внутреннего рынка, оказывая негативное влияние на инвестиции и рост. Фактически, экспорт из таких стран как Франция, Италия и Испания, также все больше ориентируется на рынки за пределами зоны евро, а не внутри нее. Хотя до введения евро структура экспорта была стабильной. Но с момента введения евро с 1999 по 2002 год часть экспортных поставок на внутренней рынок еврозоны начала сокращаться. Это сокращение также оказало влияние и на динамику германского экспорта. Как видно на рис. 3, этот экспорт в целом значительно вырос.

Рис. 3. Динамика торгового баланса и роста ВВП

Источник: Datastream, национальные источники, Natixis, Flash Economy, «На данный момент еврозона является провалом», № 955, 5 сентябрь 2018.

Снижение спроса со стороны других стран еврозоны (рис. 4) фактически вынуждает Германию вести очень агрессивную экспортную политику за пределами этой зоны.

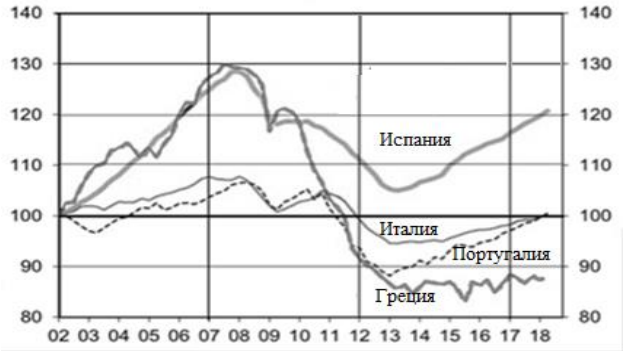


Рис. 4. Внутренний спрос в странах Юга еврозоны

Источник: Natixis, Flash Economy, «На данный момент еврозона является провалом», № 955, 5 сентябрь 2018.

Можно констатировать, что после финансового кризиса 2007-2010 гг. экспорт Германии в зону евро имел тенденцию к снижению, в то время как экспорт Германии за ее пределы в целом рос. И это явление характерно не только для Германии.

В настоящее время Германия экспортирует в еврозону меньше, чем в 1995 году. Таким образом, последствия введения евро противоречат принципам интеграции Европейского Союза, о которых мечтали его создатели. Фактически, наличие единой валюты стало причиной, по которой динамика внутреннего спроса еврозоны в явном виде отвязалась от динамики внутреннего спроса в США (рис. 5). Таким образом, единая валюта глобально ослабила экономику еврозоны вместо того, чтобы укрепить ее. Последствия такого развития событий для экономического роста очевидны.

Рис. 5. Сравнение внутреннего спроса в еврозоне и США

Источник: Natixis, Flash Economy, «На данный момент еврозона является провалом», № 955, 5 сентябрь 2018.

Затрагивая тему роста ВВП, следует напомнить, что на него также влияет более или менее выраженная экспансионистская политика, проводимая правительствами. С этой точки зрения можно выделить три группы стран. На первый взгляд кажется, что Бельгия и Испания не страдают от описанной ситуации – прирост их ВВП с 1998 года составил 40-45% (рис. 6). Но на самом деле история роста в этих двух странах очень разная. Испания в начале пути была одной из наименее развитых стран Западной Европы, заплатив высокую цену за годы франкистского режима, которые оставили страну в состоянии полуотсталости (для страны сработал эффект низкой базы).

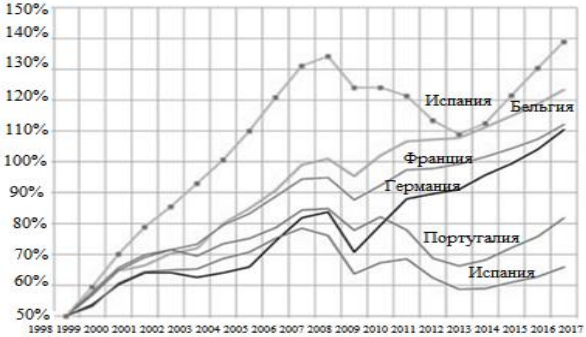


Рис. 6. Динамика ВВП, %

Источник: данные МВФ.

В Португалии и Италии ситуация весьма разочаровывающая. Особенно в Италии, где за весь период (1998-2017 гг.) ВВП вырос только на 6%! Это стало экономической причиной тех политических проблем, которые мы видим в Италии.

Темпы роста ВВП во Франции и Германии находятся примерно на одном уровне. Проблема заключается в том, что Франция может поддерживать такой же уровень роста, как Германия, только за счет ежегодного увеличения бюджетного дефицита.

В то же время ограничения Европейского Союза требуют сокращения этого дефицита. Кроме того, возникает вопрос: если все время пытаться компенсировать депрессивный эффект евро

постоянным увеличением бюджетных расходов, будет ли эта политика устойчива в долгосрочном плане? Если бы Германия применяла ту же налогово-бюджетную политику, что и Франция, ее рост был бы выше, чем во Франции. А если бы Франция использовала ту же налогово-бюджетную политику, что и Германия, ее рост был бы ниже, чем в Германии. Таким образом, бюджетная политика может частично компенсировать отрицательное влияние евро, но только в определенных пределах.

Депрессивная ситуация с внутренним спросом оказывает отрицательное влияние и на уровень инвестиций в разных странах. Фактически, эта проблема является общей для всех стран еврозоны [34] (рис. 7). Объем инвестиций в Германии составлял 23-24% ВВП в 1998 году, а в 2017 году он упал до уровня ниже 20%. Это снижение нормы инвестиций означает, что Германия в настоящее время не в состоянии обновлять ни свой производственный аппарат, ни инфраструктуру [35, 36]. Общая конкурентоспособность территории в этих обстоятельствах может только пострадать.

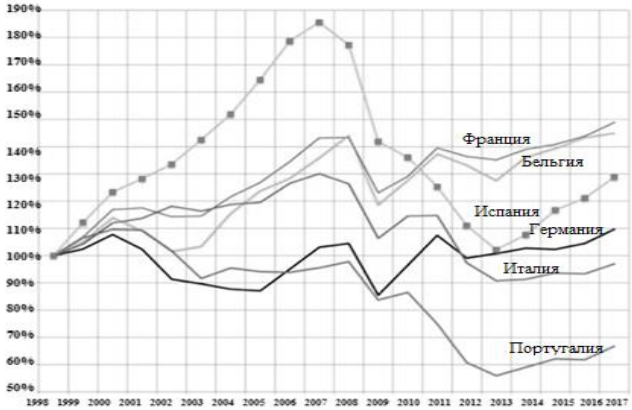


Рис. 7. Инвестиции в евро в постоянных ценах, в процентах, 1998 = 100%

Источник: база данных МВФ, World Global Outlook

Эта проблема еще более остра в южных странах еврозоны: в Португалии норма инвестиций упала до 16% ВВП, а в Италии – до 17,5%. Все знают об августовской катастрофе, когда в Генуе рухнул мост Моранди. Но в Италии с 2012 года обрушилась еще дюжина мостов. Это доказывает, что нельзя жертвовать инвестициями, не

расплачиваясь потом антропогенными катастрофами. При этом Франция и Бельгия сохраняют норму инвестиций примерно на уровне 1998 года, но за счет большого дефицита бюджета.

Свободное перемещение капиталов в аварийном состоянии? Объединение рынков капитала давно считалось единственным действительно положительным результатом создания еврозоны [37]. Если бы даже мы действительно стали свидетелями объединения долговых рынков в единый, то институты, связанные с реальной экономикой хотя бы отдаленно, как, например, фондовые биржи, все равно бы демонстрировали «сильное сопротивление национальных сегментов» [36, с. 237]. Но сегодня мы имеем полное право задаться вопросом, почему европейские финансы не освободились полностью от логики, характерной для реальной экономики еврозоны.

Фактически, сегодня мы наблюдаем разрыв связи (декорреляцию) между финансовыми операциями и операциями реального сектора [38]. При этом мобильность капитала исчезла после острого кризиса 2010-2013 гг. [39]. Следует напомнить, что с теоретической точки зрения создание монетарного союза должно, благодаря исчезновению курсовых рисков, способствовать мобильности межстрановых перетоков капитала. Это в свою очередь призвано позволить накоплениям финансировать наиболее интересные проекты и в теории способствовать как общему росту единой валютной зоны, так и ее экономической эффективности.

Однако очевидно, что сегодня еврозона не позволяет инвестировать накопления там, где их эффективность будет наиболее велика (в пределах зоны). Иначе говоря, в зоне евро не видно значимого эффекта «единого рынка» в тех масштабах, которые ожидались защитниками евро. Об отсутствии значимых перетоков капитала свидетельствует динамика сбережений в еврозоне (рис. 8), что наглядно продемонстрировано в исследовании NATIXIS.

Рис. 8. Динамика объема сбережений, индекс в постоянных ценах евро

Источник: Base de données du FMI, Global World Outlook

Отсутствие мобильности капитала влечет за собой появление в еврозоне анклавов с разной конкурентоспособностью. Это в свою очередь приводит, например, к недооценке немецких денег и переоценке денег из Бельгии, Испании, Франции и Италии. Это также создает проблему безопасности финансовой сферы в зоне евро в силу отсутствия реального механизма национализации финансовых средств, особенно в случае возникновения новых банковских кризисов.

Между тем, такие кризисы вполне возможны в относительно ближайшем будущем, например, в Италии [40], или в Германии, где у «Deutsche Bank» стоимость перестрахования (посредством CDS - кредитных дефолтных свопов) удвоилась за один год [41].

Помимо риска переноса критических проблем итальянских банков на французские банки, очевидно, что в отсутствие свободного перетока капиталов вся конструкция еврозоны становится чрезмерно хрупкой перед лицом нового финансового кризиса. Действия ЕЦБ могут только отсрочить системный кризис. Мы возвращаемся к отсутствию реального рынка капиталов в зоне евро, что крайне парадоксально для монетарного союза, но это факт. Эта ситуация является еще одним признаком структурной незавершенности этой зоны и предпосылкой к кризису, как в краткосрочной, так и

среднесрочной перспективе, так как эта незавершенность оказывает давление на экономики стран еврозоны.

Возможна ли реформа еврозоны?

Таким образом, можно сказать, что все проблемы обострились в то время, когда «еврозона» остается фундаментально незавершенной: нет ни общего бюджета (по крайней мере, нет в необходимых масштабах), ни единой налоговой сферы, ни платежного союза. Все это так. Но следует отметить, что некоторые члены еврозоны сильно расходятся в отношении действий, которые необходимо предпринять. В этом месте наблюдается не только экономический, но и политический паралич. Ситуацию усложняет неспособность понять, что если некоторые члены еврозоны выступают (весьма редко, честно говоря) за «глобальную программу» для евро, то это результат институционального сопротивления нескольких стран, и в первую очередь Германии. Для последней никогда не был актуальным вопрос о создании федерального бюджета, и единственной приемлемой формой "федерализма" для нее был бы контроль со стороны Германии за бюджетами других стран. Эта страна всегда категорически отказывалась соглашаться на различные пожелания создать "платежный союз". Пожелания, которые, тем не менее, логичны, если иметь в виду Европейский союз федерального типа. Фактически Германия использовала ЕС для продвижения своих собственных национальных интересов в ущерб другим странам [42].

Следовательно, незавершенность "еврозоны" является не конъюнктурной, как утверждается, а скорее структурной. Германия была заинтересована в таком положении дел, поскольку была единственной страной, которую это устраивало. С этого момента будущее экономического и монетарного союза выглядит очень мрачным. Этот «союз» должен знать, какова была судьба других подобных «союзов», а именно – распад [43]. Но, тем самым, возникает серьезный риск того, что распад зоны евро повлечет за собой распад самого Европейского Союза.

Провал зоны евро сейчас очевиден подавляющему большинству наблюдателей. Этот провал приносит ущерб странам еврозоны, но, помимо этого, серьезно усложняет международную экономическую ситуацию. Тот факт, что евро обрекает целую группу стран на низкие темпы роста, имеет

серьезные последствия для остального мира. Вот почему роспуск еврозоны представляется сегодня абсолютным приоритетом.

Литература и информационные источники

1. *Natixis, Flash Economie, Pour l'instant la zone Euro est un échec, n°955, 5 septembre 2018.*
2. *Mastromatteo, G. et S. Rossi, «The economics of deflation in the euro area: a critique of fiscal austerity», in Review of Keynesian Economics, vol. 3, 2015, n 3, pp. 336-350.*
3. *Bibow J. et A. Terzi (dir.), Euroland and the World Economy: Global Player or Global Drag?, New York (N. Y.), Palgrave Macmillan, 2007.*
4. *Keynes J.M., A Tract on Monetary Reform, Cambrdige University Press, Cambridge, 1923. https://fr.scribd.com/document/374699363/keynes-1923-a-tract-on-monetary-reform-pdf*
5. *Voir Sapir J., « The EMU's Twisted Foundations: How to Use and Misuse Economic Theory » in Studies on Russian Economic Development, Septembre 2018, Volume 29, Issue 5, pp. 497-506.*
6. *Sapir J., L'avenir de la zone Euro, avec Michel Aglietta, Institut Diderot, printemps 2016.*
7. *Sapir J., « La zone Euro: du cadre disciplinaire à la 'Democarnnie' », in Coll., L'Euro est-il mort ?, Paris, Editions du Rocher, 2016, pp. 111-124.*
8. *Delors J., Mémoires, Paris, Plon, 2004, 511 p.*
9. *Gros D., One Market, One Money –A Mistaken Argument (post factum)?, Bruxelles, CEPS, Policy Insight, n°5, 2017*
10. *Ruyt J. (Dir.), L'acte unique européen, Bruxelles, Université de Bruxelles, Institut d'études européennes, 1989, 389 p.*
11. *Traité de Maastricht sur l'Union européenne. URL: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?qid=1454958852229&uri=URISERV:xy0026.*
12. *Du Bois de Dunilac, P., Histoire de l'Europe monétaire (1945-2005): Euro qui comme Ulysse, Genève et Paris, Presses universitaires de France, 2008.*
13. *M. Aris et N. M. Healey, « The European Monetary System », in N. M. Healey, The Economics of the New Europe, Londres-New York, Routledge, 1995, p. 45-67. Voir aussi B. Harrison et N. M. Healey, «European Monetary Union: Progress, Problems and Prospects », ibid., p. 103-123.*
14. *Triffin R., « L'histoire de l'unification monétaire européenne: de l'UEP à nos jours » In Revue d'économie financière, n°8-9, 1989. L'Europe monétaire: SME, Écu, Union monétaire. pp. 13-18.*
15. *R. Abdelal et S. Meunier, « Mondialisation: la French Touch », Telos, 12 octobre 2007, http://www.telos-eu.com/fr/article/mondialisation_la_french_touch.*
16. *Rodril D. et Kaplan E., «Did the Malaysian Capital Controls work », Working Paper, Kennedy School of Government, Harvar University, février 2018, https://drodrik.scholar.harvard.edu/files/dani-rodrik/files/did-malaysian-capital-controls-work.pdf.*
17. *Rodril D. et Subramanian A., « Why Did Financial Globalization Disappoint? » in IMF Staff Papers, Vol. 56, No. 1, Frontiers of Research on Financial Globalization (2009), pp. 112-138.*
18. *Melo Modenesi A. et R. Lyrio Modenesi, « Capital Controls and Financial Liberalization: Removing the Ideological Bias », in Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 30, No. 4 (été 2008), pp. 561-582.*
19. *Voir le « Rapport Delors », https://www.cvce.eu/education/unit-content/-/unit/7124614a-42f3-4ced-add8-a5fb3428f21c/203c1fd0-f667-4f2e-b522-02a651e1bcb7.*
20. *L'expansion l'express. URL: https://lexpansion.lexpress.fr/actualite-economique/jacques-delors-je-ne-suis-pas-le-pere-de-cet-euro-la_1044504.html.*
21. *Rose, A.K. « One money, one market: the effect of common currencies on trade », Economic Policy Vol. 30, 2000, pp.7-45. Voir aussi: Rose, A. K., "Currency unions and trade: the effect is large," Economic Policy Vol. 33, 449-461, 2001, et Rose, A.K., Wincoop, E. van « National money as a barrier to international trade: the real case for currency union », American Economic Review, Vol. 91, n°2/2001, pp. 386-390.*
22. *Bun, M., Klaasen, F., « The euro effect on trade is not as large as commonly thought», Oxford bulletin of economics and statistics, Vol. 69, 2007, p. 473-496; Persson T., « Currency Unions and Trade: How Large is the Treatment Effect ?» in Economic Policy, n°33, 2001, pp. 435-448. Nitsch V., « Honey I Shrunk the Currency Union Effect on Trade », World Economy, Vol. 25, 2002, n° 4, pp. 457-474.*

23. *Greenaway, D. Kneller, R., «Firm heterogeneity, exporting and foreign direct investment», Economic Journal, 117, 2007, pp. 134-161; Flam, H., Nordström, H. (2006), «Trade volume effects of the euro: aggregate and sector estimates », IIES Seminar Paper No. 746.*
24. *Kouparitsas, M. A., "Is the EMU a viable common currency area? A VAR analysis of regional business cycles", Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives, vol. 23, 1999, n° 4, pp.2-20.*
25. *Baldwin R. (2006) « The euro's trade effects » ECB Working Papers, WP n°594, Frankfurt. Baldwin R. et al. (2008), « Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment », Economic Paper, European Commission, n° 321.*
26. *Kelejian, H. & al., « In the neighbourhood: the trade effects of the euro in a spatial framework », Bank of Greece Working Papers, 136, 2011.*
27. *Glick, R., (1991), "European monetary union: Costs and benefits", Federal Reserve Bank of San Francisco, Weekly Letter, no. 91-16. Salvatore, D. and G. Fink, "Benefits and costs of European economic and monetary union", The Brown Journal of World Affairs, vol. 4, 1999, Issue 2, pp. 187-194.*
28. *Sapir J., « La Crise de l'Euro: erreurs et impasses de l'Européisme » in Perspectives Républicaines, n°2, Juin 2006, pp. 69-84.*
29. *Le Cacheux Jacques, « L'Euro, tunique de Nessus de l'Europe ? », Politique européenne, 2003/2 (n° 10), p. 58-76 ; URL: https://www.cairn.info/revue-politique-europeenne-2003-2.htm-page-58.htm.*
30. *Sapir J., « Is the Eurozone doomed to fail », pp. 23-27, in Making Sense of Europe's Turmoil, CSE, Bruxelles, 2012. Voir aussi: Sapir J., « Krizis evrozony i perspektivy evro », [La crise de la zone Euro et les perspectives de l'Euro] in Problemy Prognozirovanija, n° 3 (126), 2011, pp. 3-18.*
31. *2017 External Sector Report. IMF. URL: http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/27/2017-external-sector-report.*
32. *2016 External Sector Report. IMF. URL: http://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/2016-External-Sector-Report-PP5057.*
33. *NATIXIS, Comment maintenir des changes fixes (ou une Union Monétaire) entre des pays?, Flash-Economie, n°209, 20 mars 2012, p. 7.*
34. *La tribune. URL: https://www.latribune.fr/opinions/tribunes/alerte-sur-le-sous-investissement-des-infrastructures-en-europe-790221.html.*
35. *Alternatives economique. URL: https://www.alternatives-economiques.fr/allemagne-la-decadence-des-infrastructures-publiques/00012137.*
36. *Les echos. URL: https://www.lesechos.fr/14/05/2018/lesechos.fr/0301674645071_le-fmi-presse-l-allemagne-de-davantage-investir-pour-preparer-l-avenir.htm.*
37. *Aglietta M., "Espoirs et inquiétudes de l'Euro" in M. Drach (ed.), L'argent – Croyance, mesure, spéculation, Éditions la Découverte, Paris, 2004, pp. 235-248.*
38. *NATIXIS, Que se passe-t-il si les marché financiers sont décorrélés de l'économie de la zone Euro, Flash Economie, n° 168, 15 février 2016.*
39. *NATIXIS, Pour l'instant la zone Euro est un échec, Flash Economie, n° 955, 5 septembre 2018.*
40. *Reuters, « Due Credit », https://www.breakingviews.com/considered-view/deutsche-banks-misleading-cds-hide-a-wider-truth/.*
41. *Le monde. URL: https://www.lemonde.fr/economie/article/2018/05/25/l-inquietude-pour-les-banques-italiennes-ressurgit_5304416_3234.html.*
42. *Jacobin. URL: https://jacobinmag.com/2018/08/wolfgang-streeck-interview-germany-european-union.*
43. *Bordo, Michael, and Lars Jonung. Lessons for EMU from the History of Monetary Unions. London: Institute of Economic Affairs, 2000. De Cecco, Marcello. "European Monetary and Financial Cooperation before the First World War." Rivista di Storia Economica 9 (1992): 55-76; Silva, S. and S. Tenreyro, "Currency Unions in Prospect and Retrospect," Annual Review of Economics, (2010), Vol. 2(1):51-74.*