

L'Euro, quel bilan ?

Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO

Professeur d'économie à l'Université de Paris XII, membre du Conseil d'Analyse économique auprès du Premier ministre

L'euro est tout d'abord devenu une monnaie sur les marchés financiers pour les emprunts, notamment pour les collectivités locales, avant d'être distribué sous forme de pièces. L'on a hésité à conserver le terme d'écu, qui existait déjà et aurait pu servir à dénommer la monnaie européenne. Les Allemands ont refusé l'emploi de ce nom.

Tous les pays n'ont pas suivi la mise en place de l'euro. La Grèce ne l'a adopté qu'un peu plus tard. Sont aujourd'hui dans la zone euro tous les pays de l'Union européenne, à l'exception de l'Angleterre, de la Suède et du Danemark. Pour ces pays, un système monétaire européen *bis* a été créé. Il prépare la convergence de la Suède et du Danemark et de certains états de l'Est.

La réticence des Anglais n'a pas été sans conséquence sur la mise en place de l'euro. Londres est en effet la première place financière d'Europe. Cela aurait pu constituer un handicap.

1. Pourquoi créer une monnaie unique ?

Qu'est-ce qui peut justifier la création d'une monnaie commune aux Européens ? Deux séries de raisons peuvent être évoquées.

a. Des origines politiques

Des raisons politiques, tout d'abord. Vous savez qu'il existe deux régimes de taux de change. Un taux de change fixe dans lequel les monnaies s'échangent à égalité, sauf variations minimales qui dépendent d'un contexte particulier. Ce régime est évidemment avantageux pour les importateurs et les exportateurs, car ils savent ce que vaudront, à l'issue des contrats, les biens et services qu'ils vendent. L'autre régime des taux de change est le régime dit « flottant », dans lequel les taux de change entre les monnaies se forment au jour le jour ; ils sont alors instables.

Or, les Européens sont traditionnellement attachés à la fixité des taux de change. Ils ont notamment participé au système de Bretton Woods, après la guerre. En 1973, lorsque le système des taux de change fixe a été abandonné, les Européens ont toujours souhaité revenir à un tel système. C'est pourquoi ils ont créé le système monétaire européen.

2002 ou 2003	Population en millions	PIB Mds \$	PIB/hab \$	M/X Mds \$	Dette % PIB	Intérêts % PIB
USA	290	10 950	33 000	1200 / 700	64 %	1,8 %
UE à 25	455	11 025	24 250	950 / 950 15	77 %	3 %
Japon	127	4350	25 580	340 / 420	163 %	1,8 %

b. Des raisons des théoriques

L'autre raison est d'ordre théorique. Elle renvoie à ce que l'on appelle les « zones monétaires optimales », conceptualisées par des auteurs américains, Robert Mundell et Mac Kinnon. Ces auteurs se sont demandés qu'elles étaient les conditions historiques et géopolitiques dans lesquelles des pays ont économiquement avantage à stabiliser leurs monnaies.

Ces auteurs ont dégagé un certain nombre de conditions. Il faut d'abord que la zone soit commercialement très intégrée. Cela est vrai des pays européens : environ 70 % de leur commerce extérieur s'effectue entre eux. Il faut, seconde condition, que la zone soit relativement fermée par rapport au reste du monde. Là encore, c'est une caractéristique de l'Europe : nous échangeons moins de 15 % de notre PIB avec le reste du monde. C'est fort peu. La troisième condition est que les chocs externes se répercutent de manière comparable et que les pays partagent une vision commune de la stabilité monétaire. La dernière condition est que les capitaux et les hommes soient mobiles. Cette dernière condition n'était pas remplie en Europe. Le capital est plus mobile vis-à-vis du reste du monde et le travail reste peu mobile entre les pays européens (obstacle des langues notamment).

L'Europe est un ensemble relativement homogène d'un point de vue géopolitique et l'idée d'une monnaie commune est venue assez naturellement. Si nous nous comparons eux Etats-Unis et au Japon, nous constatons que la population européenne est plus importante. En tant que zone économique, nous avons le premier PIB du monde, avant même celui des Etats-Unis. L'UE est le premier exportateur du monde ; les Etats-Unis, les premiers importateurs du monde.

2. Les réussites de l'euro

a. Succès technique et politique

L'euro est un succès politique doublé d'une réussite technique. Les marchés, tout comme le grand public, se sont appropriés sans difficulté cette monnaie. Personne n'a sérieusement contesté cette monnaie, et la transition s'est faite rapidement. Personne n'a non plus contesté la délégation de la politique monétaire à la Banque Centrale Européenne. Pourtant, il s'agissait là d'un élément essentiel de la souveraineté économique et politique des Etats.

2003	Dollar	Euro	Yen
Actions émises	290	10 950	33 000
Obligations	455	11 025	24 250
Energie , matières premières	85-90 %	10-15 %	
Réserves de change	65 %	20 %	5 %
Change comptant	127	4350	25 580

b. Convergence et baisse des taux d'intérêt

L'autre avantage, qu'il ne faut pas oublier, est que la création d'une monnaie européenne a permis aux Etats membres de la zone euro de disposer des taux d'intérêt les plus bas de l'histoire récente. Les pays du Sud ont, tout particulièrement, profité de l'euro, et plus généralement tous les pays a monnaie faible. Les Italiens avaient autrefois connu des taux d'intérêt particulièrement élevés.

Taux int. LT	1990	1995	2000	2005
Italie	13,5 %	12,2 %	5,6 %	3,6 %
France	10 %	7,5 %	5,4 %	3,6 %
Allemagne	8,7 %	6,9 %	5,3 %	3,5 %

De la salle

Il ne faut pas oublier que la baisse des taux d'intérêt est intervenue dans un contexte mondial de baisse des taux.

Béatrice Majnoni d'Intignano

Certes. Mais certains pays subissaient des taux d'intérêt allant de 3 à 3,5 %, qui ont par la suite complètement disparu. Ce fut un avantage considérable pour l'Italie, l'Espagne et la Grèce. L'Italie était le pays le plus endetté d'Europe. Elle subissait des taux d'intérêt considérables. A supposer que l'Italie doive revenir aujourd'hui à des taux d'intérêts de monnaie faible, son endettement serait proprement intenable. La baisse des taux d'intérêts a donné à nos Etats un pouvoir d'achat très important.

De la salle

Je suis tout à fait d'accord. Mais il faut toutefois remarquer que la Grande Bretagne, qui ne fait pas partie de la zone euro, n'a pas été victime de lourds taux d'intérêt. Elle tire aujourd'hui de son indépendance des atouts.

Béatrice Majnoni d'Intignano

Je suis d'accord avec vous pour dire que les taux d'intérêt ont baissé dans le monde entier. Mais la Grande-Bretagne dispose d'une monnaie internationale et respectée, pourrait-on dire. Il n'en allait pas du tout de même pour la lire ou la peset. Les pays du Sud n'auraient jamais pu bénéficier de taux d'intérêt si bas s'ils avaient conservé leurs monnaies.

c. Fin des spéculations et des dévaluations compétitives

L'euro signe aussi la fin des attaques spéculatives et des dévaluations compétitives. Entre 1992 et 1993, les attaques spéculatives ont eu lieu. Il suffisait qu'un homme politique émette un doute sur la politique d'intégration de la France pour que le franc soit attaqué. Or, lorsque le franc était attaqué, il était souvent menacé de dévaluation et cela nous contraignait à ralentir notre croissance. Nous vivions ainsi dans la crainte des dévaluations.

d. Baisse des coûts de transaction

e. L'euro, deuxième monnaie mondiale

L'euro est devenu la deuxième monnaie mondiale dans un très grand nombre de domaines. Deux grandes monnaies sont apparues, dans lesquelles se réalisent plus de 80 % des transactions, quelles qu'elles soient. L'euro est presque à égalité avec le dollar. Les achats et vente de matière première et d'énergie sont la grande exception : entre 85 et 95 % de ces opérations s'effectuent en dollars. L'euro, il est vrai, n'a pas réussi à pénétrer ce marché-là. Mais il n'en reste pas moins que la naissance de l'euro a marginalisé les autres monnaies, tel que le yen, par exemple.

f. Fin de la zone deutschemark

L'euro signe aussi la fin de la domination de l'Allemagne sur les questions monétaires européennes. Nous avons, pendant longtemps, été obligés d'ajuster notre politique monétaire sur celle de l'Allemagne. Cette domination s'est terminée avec l'euro. Ainsi, par exemple, au sein du système européen de la Banque Centrale, l'Allemagne et le Bénélux ne sont pas majoritaires : les voix sont équilibrées.

Autre avantage : l'euro, en supprimant les menaces de spéculations, a exercé un effet anesthésiant sur les pays européens qui avaient des difficultés à maintenir des politiques budgétaires raisonnables, compatibles avec les équilibres macro économiques. Cela nous a donné un autre avantage : nous accorder plus de liberté en matière de politique interne : endettement, déficit budgétaire, etc. La France n'est plus menacée par les attaques. L'euro est devenue une monnaie suffisamment forte et suffisamment stable pour offrir cette sorte de parapluie européen. C'est un avantage considérable. Les hommes politiques ont parfois tendance à sous-estimer cet effet.

Cependant, malgré tout ces avantages, les critiques ne manquent pas.

3. Critiques et échecs de l'euro

a. Perte de l'autonomie monétaire ?

Certains commentateurs se plaignent que les pays de la zone euro aient perdu l'autonomie de leur politique monétaire et l'option de la dévaluation compétitive ou défensive en cas de choc externe ou interne (événements de mai 1968, choc pétrolier).

Cette analyse est exacte, mais les avantages acquis compensent largement cet inconvénient. La réapparition d'un déficit de notre balance commerciale depuis un an, les déficits publics et l'endettement qui s'aggrave, enfin les mouvements sociaux et la paralysie de certains services publics à répétition nous auraient autrefois valu une jolie spéculation contre le franc, dont l'euro nous protège.

b. La politique monétaire de la BCE inadaptée ?

D'autres commentateurs estiment que la politique monétaire de la BCE aurait contribué à la faible croissance de la zone et au chômage. En réalité, si l'on y regarde de plus près, les taux d'intérêt réels sont nuls dans la zone euro depuis plusieurs années. La croissance de la masse monétaire est rapide.

Ces deux facteurs favorisent - et reflètent - le développement de bulles immobilières dans certains pays. La règle de Taylor appliquée au sens strict y est respectée. Une juste critique porte en revanche sur le choix de l'objectif de l'inflation (2 %, appliqués à l'inflation sous-jacente). Cet objectif est trop restrictif pour une zone large, car, pour respecter cette moyenne, on peut être conduit à imposer une situation de quasi déflation à certains pays comme l'Allemagne, ou à certains secteurs, comme l'industrie.

En outre, l'objectif s'applique difficilement à des pays où les salaires sont rigides, comme en France. La faible croissance dans la zone euro semble bien avoir des causes structurelles : manque de réaction aux chocs, taux d'emploi insuffisant, manque de concurrence sur les marchés de biens et services, dépense publique trop élevée, politiques budgétaires contraintes et contracycliques, recherche et développement insuffisante.

c. Rigidité de la politique monétaire

Enfin, problème lié à tout système fédéral, le taux d'intérêt unique de la BCE impose à des pays ne représentant ni la même inflation ni la même croissance une politique monétaire, non seulement différente, mais parfois à l'opposé de leurs besoins respectifs.

C'est ainsi que, à la fin de l'année 2005, le taux unique d'intervention de la BCE a été fixé à 2 %. Le taux d'intérêt réel est ainsi négatif pour l'Espagne, dont l'inflation est supérieure (3,7 %), et qui, par ailleurs, aurait plutôt besoin d'une politique monétaire restrictive, ayant à la fois peu d'inflation depuis longtemps et une forte croissance, d'environ 3,4 %.

Les Pays-Bas et l'Allemagne, au contraire, qui souffrent d'une faible croissance avec une faible inflation (accrue récemment par les prix de l'énergie en Allemagne), auraient plutôt besoin d'une politique monétaire plus expansive, et supportent des taux inadaptés.

La France reste, quant à elle, dans la moyenne. Il faut noter qu'aux Etats-Unis, la situation respective des Etats est comparable ; mais l'ajustement se fait grâce à la mobilité des capitaux et des hommes vers les Etats à fort potentiel.

4. Un nouveau paradigme ?

Le Système Monétaire International (SMI) fut profondément modifié par l'apparition de l'euro. De multipolaire, que certains voyaient, avant l'arrivée de l'euro, évoluer vers une structure tripolaire (dollar, DM, yen), le SMI est devenu bipolaire et asymétrique. Les « petites » monnaies ont été marginalisées (franc suisse, yen, etc.). Deux zones monétaires informelles sont apparues.

a. Une zone dollar large, mondiale et mouvante

Amériques, Asie, Moyen Orient et petit pays (Israël) tentent de maintenir la stabilité de leur taux de change/\$ par des pegs¹ (Hong Kong) ou par les interventions de leurs banques centrales. C'est une zone peuplée et dynamique, en forte croissance.

b. Une zone euro plus structurée

Cette zone s'étend au SME *bis*, aux pays du Nord (Suède, Danemark) et de l'Est, ainsi que de la Méditerranée. Elle est moins dynamique que la zone dollar et vieillissante.

Le dollar bénéficie en outre d'un effet de réseau qui lui permet d'être accepté dans le monde entier et de dominer les marchés d'énergie et de matières premières.

Les Européens découvrent aujourd'hui un nouveau paradigme du change : un régime fixe entre eux, grâce à la monnaie unique, et un régime flottant par rapport au dollar et aux autres monnaies. C'est une situation unique au monde. Le taux de change entre l'euro et le dollar devient central dans ces conditions, du fait de l'importance des opérations qu'il concerne. Les Européens, habitués, dans le passé, à considérer comme vertueux le régime fixe, doivent s'habituer, pour l'avenir, à vivre avec

¹ Peg : (ancrage) On dit d'une monnaie qu'elle est ancrée lorsque sa parité reste fixe (ou quasi fixe) par rapport à une autre.

l'instabilité de leur monnaie, inhérente au régime flottant. Tenter de stabiliser l'euro est illusoire. Les forces agissant sur le change, les mouvements de capitaux sont trop puissants pour être maîtrisées.

5. L'Euro, fort ou faible ?

La question, en réalité, n'est pas pertinente. L'Euro sera fort ou faible selon les périodes. Je crois qu'il ne faut pas attendre qu'il se stabilise par rapport au dollar. A cet égard, il faut rappeler que l'Euro n'a pas été créé pour concurrencer le dollar. Il a été créé pour être la monnaie des Européens.

Les monnaies européennes et le dollar ont fluctué au cours des années. Cette instabilité est présente depuis 1973. Elle est liée aux facteurs qui jouent habituellement sur le taux de change, lié notamment à la différence de la croissance entre les zones. A certaines époques, une monnaie s'apprécie et l'autre se déprécie, elles se regardent comme dans un miroir. Ce sont les deux monnaies dominantes du monde.

Lorsque l'euro a été créé, nous étions déjà dans une phase de baisse des monnaies européennes. L'Euro a été créé à la valeur 1,6 dollar. Il a baissé jusqu'à 0,83 dollar. Au début, certains s'inquiétaient de cette tendance. A tort. L'Euro est ensuite remonté. Les politiciens se sont inquiétés, mais les hommes d'affaires, et plus particulièrement les exportateurs, se sont réjouis. Cela a accru leur compétitivité.

Puis l'Euro est allé de 0,83 dollar à 1,38 dollar. L'Euro est devenu une monnaie forte. Aujourd'hui, il est à peu près revenu à sa valeur de naissance. Y restera-t-il ? L'expérience montre, à chaque fois qu'il revient à ce niveau-là, que les marchés surévaluent. Il est arrivé à un niveau de parité de pouvoir d'achat avec le dollar : chaque monnaie dispose du même pouvoir d'achat. C'est un niveau auquel euro et dollar ont tendance à revenir régulièrement.

Les européens doivent-ils avoir une politique monétaire volontaire ? Les Américains, de leur côté, n'en ont pas. Ils laissent fluctuer leur monnaie en fonction de leurs intérêts. Les asiatiques, au contraire, interviennent sur le cours de leur monnaie et l'empêchent de trop s'apprécier. Les Chinois empêchent le yen de s'apprécier en achetant des dollars. Les Japonais font la même chose pour conserver leur compétitivité.

Observons que les interventions sur les marchés des changes sont très dangereuses : lorsque l'on empêche une monnaie de baisser, on est obligé de vendre ses réserves de change. Or, les Européens disposent de peu de réserves de change. On peut empêcher l'euro de s'apprécier en achetant des dollars. Mais la BCE s'y est refusée jusqu'à présent. Si les spéculateurs sentent qu'elle ne peut pas intervenir à la baisse, alors ils spéculeront. Il est plus facile d'empêcher une monnaie de s'apprécier que de l'empêcher de se déprécier.

6. Perspectives

L'euro a gravi avec succès trois marches : exister et devenir la deuxième monnaie mondiale ; occuper la première place pour les émissions de dette ; entrer un peu dans les réserves de change. Il lui reste à franchir la quatrième étape : s'imposer sur les marchés des matières premières et des

hautes technologies, pour limiter le risque de change lié à la volatilité du dollar et jouer plus souvent le rôle de monnaie de référence.

D'autres pays auraient intérêt au développement de l'euro : les pays d'Amérique latine, dont la dette fluctue avec le dollar ; l'Asie, dont les créances font de même ; les pays pétroliers, qui vendent autant à l'Europe et lui achètent autant (avions, infrastructure, équipement, armement) qu'aux USA.

7. Conclusion

Les détracteurs de l'euro se montrent souvent aveugles vis-à-vis de ses succès. Ainsi, certains Italiens réclament un retour à la lire. Se rappellent-ils le niveau antérieur des taux d'intérêt en Italie (12 % à 14 %) ? Savent-ils combien leur coûterait le financement de leurs lourds déficits publics à ces taux ? La charge d'intérêt de l'Etat italien atteint 4,5 % du PIB, contre 2,5 % en France et 2,7 % en Allemagne. Si le taux auquel l'Etat italien se finance devait doubler, cette charge exploserait. Sans parler de revenir à des taux supérieurs à 10 % comme c'était le cas avant l'euro.

Certains Français ont, parfois, la mémoire courte, eux-aussi, lorsqu'ils regrettent la pratique antérieure des dévaluations : se rendent-ils compte qu'une monnaie faible impose de brader le travail national et limite l'accès aux produits étrangers ?

Reste un grave problème politique. La zone euro ne dispose d'aucune structure politique capable de remplir les fonctions monétaire d'un Etat : choisir le régime de change et définir la politique de change. Au contraire de la FED, épaulée par le Secrétariat d'Etat au Trésor, la BCE est à la fois trop indépendante et très isolée face à un Conseil européen qui ne souhaite pas intervenir en la matière.