

LA CRISE MONÉTAIRE ET L'AVENIR DE L'EURO

PAR

JACQUES FONTANEL (*)

ET

GAUTIER FONTANEL (**)

La création de l'euro est le résultat d'une volonté politique en faveur d'une intégration économique européenne accrue et d'une ouverture des frontières plus assumée, en évitant notamment l'application des taux de change de monnaies nationales à l'intérieur de la zone économique. C'est aussi un instrument de réduction des tensions internationales et il est souvent analysé comme un facteur de paix à l'intérieur de la zone. Il est certain que l'adhésion à ce dispositif suppose une forte solidarité politique, au regard des effets contrastés des effets du mécanisme de l'euro sur les économies nationales. Cependant, devant les crises récurrentes, l'euro doit encore trouver de nouveaux fondements politiques pour justifier un taux de croissance (1,5 % en moyenne) «à la traîne» d'un développement économique mondial surtout localisé dans les pays émergents. Dans ce contexte, il est difficile aujourd'hui de faire face à l'importance du chômage, à la crise de la dette publique et au système spéculatif qui déséquilibre l'ensemble des économies du monde. Cette perception de la crise, trop souvent fondée sur le seul PIB, ne prend pas en compte des indicateurs structurels, comme la situation démographique, la quantité et la qualité du travail disponible, l'importance des droits sociaux ou les investissements dans les nouvelles technologies. Les situations économiques des pays de la zone sont diversifiées et si la question de la dette souveraine est importante, elle peut trouver une solution politique sur la base d'une discipline budgétaire acceptée et respectée par tous les Etats. La question du respect de la «règle d'or» est inutile, il suffit de faire respecter les règles de Maastricht pour limiter la drogue de l'endettement excessif.

Dès l'origine, les responsables des autorités monétaires européennes ont mesuré les fragilités du système monétaire international, en soulignant les

(*) Professeur à l'Université Pierre-Mendès-France (Grenoble, France), dont il est vice-président, chargé des Relations internationales.

(**) Directeur des études du Programme Grande Ecole de l'ESCEM Tours-Poitiers (France).

risques excessifs d'insolvabilité potentielle sur les marchés financiers. Après une décennie de fonctionnement, très touchée par la crise de 2008, la puissance économique de la zone euro est en régression, notamment en Irlande et en Grèce. La crise mondiale est d'abord un problème structurel que les variables monétaires et financières peuvent aggraver et même, dans certains cas, rendre irréversibles, notamment en termes de pertes de compétitivité. Avec l'ouverture des frontières, les politiques keynésiennes sont devenues d'application dangereuse et difficilement contrôlable et le recours à la conception de l'offre développée par Schumpeter est souvent revendiqué. Pour Christian de Boissieu (1), il ne faut plus compter sur l'efficacité des politiques monétaires et budgétaires. Aujourd'hui, la zone euro doit remobiliser une épargne dont l'utilisation n'est pas suffisamment dynamique. Il faut distinguer la crise de la zone euro avec l'euro, car la monnaie elle-même n'est pas en crise si on se réfère à son taux de change avec le dollar ou le yuan. La zone connaît de forts remous avec la situation des finances publiques de la Grèce. Il faut éviter que des pays aux poids économiques plus forts, comme l'Espagne ou l'Italie, ne succombent aussi à la spéculation internationale, ce qui mettrait en péril la survie de la zone euro.

L'Irlande fournit un cas spécifique des problèmes des solidarités nécessaires au maintien du système de l'euro (2). Pays en retard économiquement au milieu des années 1980, ce pays va se développer du fait de la conjonction de plusieurs facteurs favorables : un *baby-boom*, une amélioration du capital humain, une politique d'ouverture avec un degré d'extraversion important, une politique industrielle volontariste – avec de fortes incitations fiscales et financières –, des transferts financiers européens significatifs – qui ont pu représenter près de 3 % du PIB durant les premières années –, mais aussi la participation à la zone euro, qui lui aura permis de disposer de taux d'intérêt particulièrement attractifs. En quelques mois, l'Irlande – avec un revenu par habitant de 28 000 euros et moins de 5 % de chômage, 93 % d'exportations et 80 % du PIB d'importations – a subi une crise économique profonde, avec un effondrement de son système bancaire, conduisant, *de facto*, à une quasi-nationalisation de celui-là. De pays modèle, l'Irlande est devenue un contre-exemple. Cette crise met surtout en évidence la faible aversion de l'Irlande au risque; elle pose la question de la «soutenabilité» d'une politique économique fondée sur un crédit trop facile, un régime de surliquidité et de déréglementations financières, une vulnérabilité croissante du secteur bancaire à la fois renforcée par la surexposition au marché immobilier et une dépendance forte à l'entrée des capitaux étrangers. Le déficit public a atteint 32 % du PIB en 2010, l'endettement public atteignait presque 100 % du PIB et, en trois années, le PIB a subi

(1) Christian DE BOISSIEU, Communication à l'Association des internationalistes, Paris, 24 fév. 2011.

(2) R. COLLIAT / Y. ECHINARD, *Après la Grèce, l'Irlande : is small not any more beautiful in the eurozone?*, 2011.

une perte de 13 %, avec un taux de chômage de 14 %. Dans le contexte du système de l'euro, l'Irlande ne peut appliquer une politique monétaire spécifique pour réaliser un ajustement macro-économique indispensable que la gouvernance de la zone euro n'a pas réclamée. Aujourd'hui, la défiance à l'encontre de l'économie irlandaise s'inscrit dans une perception de long terme : du fait de la myopie des agents privés, les institutions internationales sont souvent désarmées devant les soubresauts de l'économie mondiale, car le marché ne trouve pas instantanément et automatiquement les équilibres nécessaires.

Aujourd'hui, la Grèce pose le problème d'un Etat incapable de faire face à ses dettes. Deux solutions sont avancées : soit l'Europe est solidaire et les contribuables européens doivent alors venir en aide à une population grecque favorable à une large évasion fiscale ; soit elle ne l'est plus et la Grèce, devenant insolvable, est alors acculée à quitter la zone euro. Dans tous les cas, la crise est grave et remet en cause l'euro, au moins comme monnaie unique dans l'espace de sa zone.

La crise de l'euro s'étend : l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la France sont aujourd'hui concernés. La solution sera nécessairement politique, indiquant ainsi clairement aux économistes à quel point les modèles mathématiques qui leur donnent bien facticement un statut scientifique sont inefficaces pour gérer les temps de crise.

L'euro est d'abord le résultat d'une construction politique (3), il est au centre de politiques économiques contestables et contestées et, aujourd'hui, de nombreuses solutions sont présentées pour sortir les pays de la zone d'un marasme économique collectif ressenti différemment par chaque membre, mais qui les concerne tous à plus ou moins long terme.

UNE CONSTRUCTION POLITIQUE, AU CENTRE DE POLITIQUES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES CONTESTABLES

L'euro est d'abord une construction politique. Cependant, les règles qui ont présidé à sa construction n'ont pas toujours été respectées, ce qui a favorisé la crise de la zone euro.

Une construction politique intéressante

Avant la crise de 2008, le système monétaire de l'euro était un succès incontestable. Pour la première fois, plusieurs pays ont délibérément abandonné leur souveraineté monétaire au profit d'une institution supranatio-

(3) J. FONTANEL, *La Globalisation en analyse. Gééconomie et stratégie des acteurs*, L'Harmattan, Paris, 2005.

nale. La classe politique adhéraît largement à la monnaie unique, sentiment d'ailleurs plus mitigé dans le grand public. L'euro a protégé l'Europe de nombreux chocs externes, notamment contre le choc pétrolier. Il est présenté tout d'abord comme une réplique franco-allemande, puis européenne, à la chute du Mur de Berlin, aux bouleversements en Europe centrale et orientale et à la nécessité d'ancrer plus fortement l'Union européenne (UE) sur ce vieux continent en pleine mutation.

La théorie allemande prônait d'abord l'union politique, puis l'union monétaire. Les Français, plus pragmatiques, souhaitaient d'abord créer une situation irréversible par le pouvoir monétaire, favorisant ainsi logiquement l'union politique. En fait, l'union monétaire ne se serait pas réalisée s'il n'y avait pas eu une grande entente entre le chancelier Kohl et le président Mitterrand, qui ont admis des régimes spéciaux (Royaume-Uni, Danemark et Suède) aujourd'hui interdits aux candidats potentiels (Lituanie, Bulgarie, Hongrie, Lettonie, Pologne, Roumanie et République tchèque). Au départ, le débat sur le choix entre monnaie commune et monnaie unique a fait – et fait encore – l'objet de nombreuses controverses et l'euro a été créé malgré les réticences d'une Allemagne fière de son Deutsche Mark. Ensuite, il a fallu greffer un Pacte de stabilité sur le Traité de Maastricht, afin d'émettre des signes forts de confiance mutuelle. Deux visions politiques se sont opposées : d'un côté, celle qui a prévalu, d'un « Pacte de stabilité » avec une surveillance multilatérale assez faible, reposant sur l'idée que si chacun gérait bien ses finances publiques et son économie, les choses se régleraient d'elles-mêmes ; d'un autre côté, le respect scrupuleux du Pacte était aussi avancé, mais dans une zone euro plus active s'inscrivant dans le cadre d'une « coopération renforcée ». La zone euro, selon Jacques Delors, aurait participé à l'établissement d'un calendrier de réformes structurelles, concernant notamment les retraites, l'allongement de la durée du travail et les droits sociaux.

La « théorie de l'engrenage » s'est imposée. L'idée était d'accorder la priorité aux réalisations économiques concrètes et mobilisatrices pour les Européens et de créer une dynamique capable de surmonter les obstacles « au fil de l'eau ». Dans ce contexte, l'euro avait pour rôle d'apporter, par sa fonction de monnaie unique, une cohésion des politiques économiques des membres de l'UE et de favoriser les échanges intracommunautaires. Il devait conduire à la fixité des taux de change, à une baisse des taux d'intérêt – du fait de la disparition de la prime de risque –, à la fin des politiques inflationnistes, à l'interdiction des dévaluations compétitives et à la réduction des coûts de transaction. De ce fait, l'euro se présentait *de facto* comme l'outil politique privilégié de l'intégration européenne.

La monnaie unique s'est imposée, car elle favorisait le développement du marché intérieur européen, elle anéantissait les crises de change internes et externes, elle était un frein à l'inflation et elle empêchait la réalisation de

la vieille règle de Gresham selon lequel «*la mauvaise monnaie chasse la bonne*». Aujourd'hui, les banques centrales ne sont plus nostalgiques des taux de change fixes qui dévaluaient tous les 4 ou 5 ans, en fonction des excès de la spéculation internationale. Aujourd'hui, l'euro a acquis une forte crédibilité, il est utilisé à plus de 60 % dans les factures des importations et exportations des Etats de la zone, c'est la deuxième monnaie mondiale pour l'ensemble des transactions et c'est une monnaie de référence pour les transactions financières internationales (4). C'est une unité de compte et un instrument d'échange. Elle devient une monnaie de réserve importante, le statut de monnaie internationale se caractérisant par une grande inertie, avec la mise en œuvre d'économies d'échelle et d'effets de réseaux. Sans l'euro, avec le terrorisme sur le sol américain de 2001, la guerre en Iraq, les crises financières récurrentes, l'euroscpticisme, l'énorme croissance des prix pétroliers, la politique économique européenne aurait été chaotique, dans un ballet permanent de dévaluations et réévaluations.

Tout n'est pas réglé pour autant, l'euro reste une monnaie internationale aux pouvoirs limités au regard du poids du dollar, mais ce n'est plus le dollar qui déclenche des crises monétaires au sein de l'Europe. Cependant, la croissance économique de l'Europe est trop faible et la valeur des matières premières et de l'énergie, toujours exprimée en dollars, augmente. En outre, la profondeur et la liquidité des mouvements financiers libellés en euros restent encore très en retrait par rapport au dollar. Aujourd'hui, avec l'élargissement de la zone euro, les contrôles sont appelés à se développer. Avec 17 pays membres, la zone euro s'est largement étendue et sa maîtrise en situation de crise ne va pas sans soulever quelques difficultés concernant sa stabilité et son efficacité. Certes, les pays d'Europe centrale et orientale ont connu un doublement du pouvoir d'achat de leurs citoyens depuis 2000, mais leurs économies ne sont toujours pas stabilisées, ce qui ne manque pas de susciter des interrogations sur l'opportunité de l'entrée de nouveaux pays membres aux indicateurs économiques hétérogènes par rapport à ceux de la zone.

Les pays membres de la zone euro doivent apprendre encore à développer une gestion collective et solidaire de la monnaie unique. Aucun pays ne peut être totalement libre de sa politique budgétaire et économique, car il est normalement soumis aux règles et à la discipline prévues par l'accord de Maastricht et du Pacte de stabilité. En bonne logique keynésienne, il est nécessaire de tenir compte des cycles conjoncturels, notamment avec l'idée de profiter des périodes conjoncturelles favorables pour procéder à des réductions de déficits et de dettes publiques. Les pays peuvent recourir aux

(4) En 2010, la zone euro est particulièrement ouverte sur le plan financier : ses avoirs et engagements internationaux dépassaient 150 % du PIB (en 2006) contre 115 % pour les Etats-Unis et 90 % pour le Japon. Si le dollar constitue encore le nominal de 62 % des réserves de change, l'euro est concerné pour 27 % des totaux mondiaux (contre 4 % pour le yuan et 3 % pour la livre sterling).

marges accumulées pour injecter les réserves constituées dans les stabilisateurs automatiques afin d'assurer les corrections conjoncturelles nécessaires. Ils doivent surtout tenir compte des mécanismes d'alerte définis par le Pacte de stabilité. Sous cette condition, l'euro est un facteur de cohésion vers l'intégration européenne. L'enjeu majeur n'est pas monétaire, c'est un projet politique, le symbole d'une Europe puissante et solidaire.

L'euro, au centre de politiques économiques contestables et contestées

Pour les libéraux, l'euro n'est qu'un outil au service des entreprises et de la finance mondiale. La monnaie unique a deux effets bénéfiques importants : d'abord, elle facilite les échanges (frontaliers, touristiques, commerciaux) au sein de la zone; ensuite, la convergence des taux longs a permis aux pays qui souffraient d'une forte prime de risque de réduire considérablement le coût de leur dette – ce qui n'est plus vrai depuis 2008. La question est de savoir si l'euro a protégé les pays de la zone, car s'il n'a pas empêché la crise, il en a sans doute réduit les effets pervers et la violence de ses manifestations.

Contre toute évidence, les promoteurs de la monnaie unique avaient affirmé qu'une monnaie forte favorisait, d'une part, la convergence des grands agrégats et des comportements économiques des membre de la zone et, d'autre part, les conditions de la croissance économique, analyse qui n'a évidemment pas été confirmée par les faits. Il s'agissait plus d'exprimer une foi « sacrée » dans l'Europe et dans sa capacité à limiter les écarts de développement intercontinentaux que d'une véritable démonstration clairement établie : il était stipulé que les pays les moins avancés économiquement, profitant de la force de l'euro, pourraient disposer de taux d'intérêt relativement bas, favorables à leur développement économique. Au total, depuis la création de l'euro, les divergences en matière de coûts salariaux se sont souvent accrues et les balances des paiements restent diversifiées, entre une Allemagne largement bénéficiaire et une économie française en déficit quasi chronique. En outre, les partisans de l'euro expliquaient le niveau élevé du chômage européen par les seules rigidités « structurelles » du marché du travail. Les chiffres démentent ces analyses.

Pour les critiques de la construction de la zone euro, la surévaluation de change découlant des plans de stabilité imposés par le Traité de Maastricht aux pays voulant entrer dans la future zone monétaire a été un frein à la croissance et à l'emploi. Cette analyse, globalement minimisée par les autorités politiques et financières, conteste l'opportunité d'un euro fort. La voie choisie par l'Europe pour réduire ses déficits a été jugée « vertueuse » et « courageuse », malgré l'austérité qui pèse sur la demande, et donc sur la croissance. Deux arguments ont été avancés par la Banque centrale européenne (BCE) : d'abord, l'inflation est tenace et elle se développe, ce qui est

un facteur de destruction de la compétitivité nationale; ensuite, le vrai moteur de la croissance est l'offre (innovation, effort), les politiques keynésiennes par la demande étant inadaptées dans un monde économiquement globalisé. Cette analyse s'accompagne souvent d'un dénigrement systématique de l'action économique de la puissance publique.

Or, les déficits massifs des Etats ne sont pas le résultat de relances délibérées de type keynésien. Aujourd'hui, le plan de relance des Etats-Unis ne représente que 6 % de son PIB et 20 % des déficits réels sur trois ans. Les gouvernants ont laissé se creuser les déficits budgétaires parce que les dépenses privées étaient insuffisantes pour maintenir les emplois et réduire le potentiel de la crise économique et sociale. Les déficits budgétaires ont aidé le secteur privé à se désendetter, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Une réduction du déficit budgétaire conduirait à un ralentissement économique considérable et à de nombreuses faillites. Aujourd'hui, c'est plutôt la déflation qui menace certaines économies de la zone. Les mêmes qui refusent l'aide des banques centrales aux Etats ont applaudi lors du renflouement, par ceux-là, des banques privées pourtant responsables de la crise. Différents arguments tendent à montrer que la monnaie unique accroît la «tentation des déficits budgétaires», du fait de la disparition des sanctions imposées aux politiques de relance, de la difficulté à augmenter les impôts et de la réduction des coûts des emprunts du fait des taux d'intérêt fixés au niveau communautaire. En sens inverse, deux séries d'arguments suggèrent que, dans la monnaie unique, les pays peuvent être moins enclins à opérer des relances budgétaires : d'une part, la spécialisation accrue et l'interpénétration plus forte des économies diminuent l'impact national d'une politique de relance et donc en atténuent l'intérêt; d'autre part, les gains sont partagés avec les partenaires, alors que les coûts, en termes de charge de la dette à venir, sont localisés dans le seul pays qui a engagé la relance.

L'ampleur du mouvement de change est évidemment une donnée essentielle, car elle pénalise la capacité d'investissement et la compétitivité des économies nationales. A long terme, des changements structurels du système productif permettent de faire face à l'appréciation du taux de change, par une montée en gamme, une différenciation des produits ou encore par une restructuration des entreprises. Cependant, ces adaptations sont longues. Un euro trop élevé conduit à des surcoûts, à des pertes de parts de marché et à des délocalisations d'activité. Si certains secteurs peuvent gagner à la hausse de l'euro, notamment les utilisateurs de biens importés cotés en dollars, si le «choc de change» est de grande ampleur et concentré dans le temps, il pèsera fortement sur l'activité économique. En éliminant les entreprises les plus fragiles, les effets peuvent s'avérer pérennes en termes de pertes de production. Cela concerne tout particulièrement l'industrie, secteur où les coûts d'entrée de nouvelles entreprises sont les plus éle-

vés. Dans le contexte mondial actuel, les entreprises industrielles confrontées à la concurrence internationale qui ne peuvent pas résister aux pertes de marchés dues à un euro trop élevé auront peu de chances de renaître, même si l'euro était amené par la suite à reculer. Il en résulte une certaine irréversibilité, un « effet de cliquet » véritable facteur de désindustrialisation de la zone euro.

Les règles du Pacte de stabilité ont presque toujours été violées par l'application de l'aléa moral et d'une stratégie de « *free rider* » qui néglige sciemment les solidarités européennes. De 2003 à 2004, presque tous les pays ont enfreint les règles communes, du fait des fortes pressions politiques internes. L'Allemagne, qui s'était laissée aller à cette période, demande pourtant aujourd'hui des sanctions. Face à la dette publique, les politiques de « rigueur » sont parfois recommandées aux Etats. Or, les dispositifs qui visent la lutte contre l'inflation et la réduction des déficits publics sont assortis de modalités de mise en œuvre efficaces et ils ont des effets plutôt négatifs sur la croissance et l'emploi. En revanche, l'élaboration d'une politique de relance commune est soumise au bon vouloir des pays dans un jeu qui n'est pas de type « gagnant-gagnant ». On assiste alors à une émigration du capital, qui a tendance à se diriger vers les pays aux taux de profit potentiels plus élevés et aux salaires plus faibles. Une monnaie « forte » favorise les importations, elle attire la confiance des marchés financiers, elle permet une rentabilité accrue du capital et, donc, sa revalorisation. Cependant, les entreprises sont soumises au *diktat* des marchés financiers et aux bénéfices des actionnaires, conduisant à une tension parfois insupportable sur le marché du travail et de l'emploi. *In fine*, la stratégie énoncée à Lisbonne pour faire de l'Europe la zone la plus compétitive du monde a échoué, les objectifs peu précis n'étant pas respectés. Les efforts en matière de recherche-développement (3 % du PIB par an) qui avaient été énoncés sont loin d'être satisfaits. Les Européens veulent relancer la Stratégie de Lisbonne, mais dix années auront ainsi été perdues.

La zone euro subit de plein fouet son incapacité à définir une politique monétaire opportune, en dehors du sacro-saint objectif unique de « stabilité des prix ». Sa monnaie a été conçue comme une monnaie d'échange au sein de la zone euro et non comme une arme économique pouvant être utilisée à l'égard des autres zones monétaires. L'euro paraît livré à lui-même, subissant les politiques des autres monnaies sans véritable action autonome, sauf en « réaction ». Or, un euro trop élevé conduit à des surcoûts, à des pertes de parts de marché et à des délocalisations d'activité, tout particulièrement dans un espace économique européen encore morcelé et partiellement intégré. Pour faire face à la dette souveraine, des processus d'ajustements douloureux ont été engagés dans un contexte de faible croissance dans la zone euro. Gérée avec la philosophie allemande, la valeur de l'euro grimpe contre toutes les autres monnaies. L'Europe encaisse donc les chocs de la « guerre

des monnaies», pendant que les autres économies disposent d'instruments mieux adaptés pour s'engager dans une politique de «*fine tuning*» favorable à leurs stratégies économiques de «*free riders*». Dans ce contexte, si les Etats-Unis n'ont pas d'objectifs de change, la Chine suit les variations du dollar et l'euro subit des conséquences de ces deux politiques.

Les Etats-Unis souhaitent faire baisser le dollar de façon significative afin de doper leurs exportations et obtenir ainsi un surcroît de croissance indispensable. Le gouvernement utilise la planche à billets en vendant des bons du Trésor à la Réserve fédérale (FED) – le QE, «*quantitative easing*» – pour 600 milliards de dollars. Cette politique entraîne mécaniquement une baisse du dollar. La FED n'a pas comme objectif prioritaire la lutte contre l'inflation, elle engage une politique contra-cyclique, le niveau du dollar montant lorsque l'économie américaine est en forte expansion et baissant lors des ralentissements ou des récessions. Du coup, les capitaux se portent à court terme vers d'autres monnaies, ce qui oriente le taux de change du dollar dans un sens favorable à l'économie américaine. Les Américains continuent leur politique de «*benign neglect*» (douce insouciance) à l'égard des autres monnaies. Cependant, quand le gouvernement chinois, pour maintenir sa capacité exportatrice qui représente l'élément indispensable de son développement économique, vend du renminbi contre des dollars pour maintenir la parité entre les devises des deux pays, les Américains crient alors à la «manipulation monétaire». Aujourd'hui, la Banque populaire de Chine possède le plus épais matelas de devises de la planète (de l'ordre de 3 000 milliards de dollars). Même si ce montant est faible au regard de l'ensemble du marché de changes, il constitue une arme de dernier recours pour la Chine pour engager une dévaluation hostile du dollar, laquelle conduirait à un tangage très violent de tout le système monétaire mondial. La seule alternative pour les Etats-Unis serait d'adopter une politique d'austérité encore jamais appliquée dans son histoire.

Depuis quelque temps, de nombreux pays sont rentrés de plain-pied dans des actions protectionnistes, du Brésil, qui vote une taxe de 6% sur les achats d'obligations par des étrangers, à l'Inde, qui interdit à un non-resortissant de détenir des actions, à la Chine qui empêche l'appréciation de sa monnaie. Les pays émergents font face à la hausse de leurs devises en raison de la baisse du dollar et d'investissements occidentaux massifs, encouragés par un potentiel de croissance dynamique. Cependant, cette situation favorise la surchauffe des économies, une croissance excessive du crédit et l'apparition de bulles spéculatives. Les prix du pétrole ou des produits alimentaires sont susceptibles d'augmenter plus fortement que ne le justifieraient les fondamentaux économiques en raison des surplus de liquidités disponibles, ce qui pénalise les pays importateurs de matières premières, tout en renforçant les pressions inflationnistes en Chine ou en Inde.

En réalité, tous les pays partagent un même objectif : améliorer leur compétitivité en faisant baisser la valeur de leur monnaie. Cette guerre des monnaies est un protectionnisme qui ne veut pas dire son nom, c'est une réaction aux excès d'une mondialisation au rythme trop rapide. Au total, le système monétaire mondial actuel s'avère très hétérogène. Certaines monnaies sont très encadrées comme le renminbi chinois et, pour des raisons différentes, le yen japonais, d'autres sont flottantes (le dollar et l'euro) et les monnaies moins importantes s'ajustent plus ou moins librement. Au fond, le monde est aujourd'hui principalement un duopole monétaire. Il faudrait que d'autres monnaies s'imposent aussi. La crise financière de 2008 a conduit les Etats à coordonner leurs efforts autour de plans de relance volontaristes sous la houlette du G8 ou du G20. Cette belle coopération internationale a pris fin en 2010. L'unanimité a fait place au retour progressif des intérêts nationaux. La croissance fragile comprend trois risques : une croissance sans emploi, l'aggravation de la dette publique pour venir au secours du secteur privé et l'absence de coordination. La guerre des monnaies à coups de dévaluations compétitives n'est pas à exclure, elle serait d'autant plus violente qu'elle devrait avoir lieu entre des pays déjà très exportateurs et des pays affichant des déficits commerciaux importants (Etats-Unis, Europe). Quelles sont les propositions politiques pour lutter contre ce risque ?

LES PROPOSITIONS

Le plan de sauvetage financier pour la Grèce ne manque pas de soulever des polémiques. Il suppose d'importantes coupes budgétaires et des hausses d'impôt, dans un climat de méfiance réciproque. Malgré les efforts prévus de l'Europe pour réduire le poids de son endettement, l'économie grecque s'engage dans une récession, avec une perte de pouvoir d'achat de l'ensemble de la population, une réduction des services publics et un programme de privatisations afin d'éviter le défaut de paiement. La question se pose de savoir s'il n'aurait pas mieux valu effacer l'ardoise grecque, ce qui n'aurait pas nécessairement favorisé le développement d'effets pervers aux résultats incontrôlables. Les gouvernants cèdent à la pression des *lobbies* de la finance, dont les compétences et l'intérêt pour l'intérêt collectif sont pour le moins discutables. Les banques jouent avec l'argent des autres, à la recherche de bénéfices conjoncturels importants, au prix de risques parfois insensés. En situation de crise, les risques des banques sont transférés à l'Etat et, donc, aux contribuables, lorsqu'ils sont devenus excessifs. Il faut rembourser les banques pour leurs prêts hasardeux, souvent très rémunérateurs à court terme pour leurs dirigeants, le coupable étant évidemment le débiteur. Les Etats s'endettent alors pour maintenir en vie un sys-

tème en déséquilibre et ils deviennent alors les boucs émissaires d'un secteur privé sans mémoire et sans éthique.

Le marché des changes est aujourd'hui le plus grand marché du monde. Aux dires des opérateurs, il est relativement peu spéculatif dans la mesure où il répond surtout à des besoins commerciaux et financiers. Toutefois, c'est aussi un marché très sensible aux changements d'anticipations, ce qui le rend peu prévisible. Les comportements de mimétisme peuvent amplifier fortement leurs mouvements, au moins à court terme. Les modèles mathématiques programmés dans les ordinateurs amplifient très rapidement les réactions et ils empêchent une réflexion adaptée lorsque le système s'emballe.

Une politique de change est-elle possible?

L'idée d'une zone optimale développée par Robert Mundell se heurte au «triangle d'incompatibilité» entre trois objectifs : la liberté des mouvements extérieurs de capitaux, une politique de changes fixes et une politique monétaire autonome. Un espace économique ouvert doit ainsi choisir entre une politique de change et une politique monétaire. Le choix fait par l'Union européenne lors du Traité de Maastricht est clairement celui de l'ouverture et de la politique monétaire, du fait de la priorité absolue donnée à l'objectif de stabilité des prix. Il est donc difficile d'engager une politique des changes de l'euro. Les défauts de l'euro sont insurmontables, car la zone euro n'est pas une «zone monétaire optimale», à savoir une zone géographique apte à partager une même monnaie. Les trois critères nécessaires ne sont pas satisfaits, à savoir la convergence macro-économique, la mobilité des travailleurs et l'existence d'un budget central.

La proposition d'instaurer des «zones cibles» de change repose sur la formalisation des règles d'intervention, acceptées par les principales autorités monétaires mondiales, destinées à limiter les mouvements de change dans une plage de variation déterminée – de l'ordre de 10 à 15 % autour de taux-pivots –, la plage étant susceptible d'être révisée de temps en temps en fonction de variables économiques fondamentales (balances courantes, divergences d'inflation notamment). La théorie de la zone cible «parfaitement crédible» repose sur l'idée du respect des règles par des opérateurs rationnels capables de resserrer spontanément les variations effectives des changes au voisinage de leur point central, un taux de change d'équilibre proche de la parité des pouvoirs d'achat et tempéré par les mouvements financiers. Ce système est hors de portée du système mondial : il faudrait une réévaluation des monnaies asiatiques et une désindexation des monnaies aujourd'hui trop liées au dollar. La zone euro est devenue une zone de totale stabilité monétaire intérieure, mais elle est fondée sur une confiance excessive au regard de ses contradictions internes.

Le mouvement de «déréférencement» du dollar est engagé, mais il est lent. Aujourd'hui, si l'euro n'est pas une bonne monnaie, les autres sont pires, dollar compris. Il a réussi à juguler l'inflation, mais il ne sait pas encore éviter les bulles financières, lesquelles ne sont jamais représentées dans les indices de prix. Le problème majeur de l'euro est d'imposer une même politique monétaire à un ensemble de pays aux réalités économiques trop disparates. La stabilité et la force d'une monnaie sont aussi affaire de confiance. Or, la zone euro n'est pas dotée du pouvoir souverain, celui qui dispose des leviers financiers et de la légitimité populaire. La crédibilité de la monnaie unique dépend principalement de la capacité politique de l'Europe à parler d'une seule voix. Or, la BCE souffre structurellement d'une absence d'autorité politique sans laquelle ses responsables seraient en mesure de développer une action plus explicite en faveur d'un nouvel ordre monétaire international.

Aujourd'hui, l'abandon de la monnaie unique pose problème. Les pays vertueux qui choisiraient de quitter la zone euro auraient une monnaie surévaluée par rapport à l'euro : leurs exportations seraient moins compétitives, alors que le coût sec du changement de monnaie serait élevé. De plus, un pays non vertueux qui serait exclu de la zone euro, comme la Grèce, subirait une sous-évaluation de sa monnaie, qui serait i) dangereux compte tenu de ses finances publiques dégradées; ii) favorable à ses exportations aux consommations intermédiaires faibles en produits importés; iii) récessionniste à court terme, notamment du fait de l'augmentation des prix des importations incompressibles. La monnaie européenne et ses gouvernements perdraient aussi une part importante de leur crédibilité sur le long terme.

La construction de la zone euro présente deux défauts essentiels : d'une part, elle n'a pas prévu de soutien à un Etat en difficulté; d'autre part, elle est fondée sur un système de confiance réciproque que les chefs d'Etat ont bien des difficultés à respecter au regard des contraintes de leurs propres politiques face à la crise économique nationale. Or, le système est fondé sur la base de décisions de court terme qui s'apparentent à autant de rafistolages face à des «effets pervers» potentiels mal analysés. Au bout du compte, le PIB de la Grèce (2 % du PIB à peine de l'ensemble de la zone euro) a contaminé la confiance à l'égard de l'Irlande, du Portugal, de l'Espagne, puis de l'Italie. Les réflexes libéraux face à un endettement public ont alors été actionnés et les plans d'austérité deviennent des politiques évidentes que seules les élections proches empêchent de se mettre en place. Les réformes structurelles s'imposent aujourd'hui.

Depuis la crise de 2008, le G20 a fait un certain nombre de recommandations pour améliorer la régulation bancaire et financière à la lumière de la crise mondiale. Si le monde n'est pas près de revenir au système de Bretton Woods et aux changes fixes mais ajustables, la régulation bancaire et

financière va demeurer à l'ordre du jour des organisations internationales, avec la définition des indicateurs à surveiller et la détermination des seuils de «soutenabilité» de toutes les formes de dettes. Aujourd'hui, le Système monétaire international s'organise autour de deux devises, le dollar et l'euro, qui représentent respectivement 62 et 27 % des réserves de change des banques centrales – à l'exclusion de l'or. Les autres monnaies jouent un rôle marginal, le yuan n'étant toujours pas convertible, condition essentielle d'une monnaie de réserve internationale. Le débat sur la possibilité d'un rôle accru accordé aux droits de tirage spéciaux (DTS) est ouvert et sans doute est-il pertinent.

Quelles réformes institutionnelles?

Pour Alain Cotta (5), l'euro est condamné comme monnaie unique car il n'arrive pas à gérer les questions des dettes souveraines, il est encore englué dans la question des «*subprimes*», les solidarités des membres de la zone sont minimales et les politiques d'austérité avancées comme solutions ne résoudront pas les problèmes structurels. Les marchés n'ont pas de position politique et ils considèrent intuitivement que l'euro est condamné à plus ou moins long terme. Il faut revenir au système monétaire européen d'avant l'an 2000, celui qui ne fonctionnait pas trop mal, avec des monnaies nationales, avec des taux de change, l'euro étant une monnaie commune et non plus une monnaie unique. Cette politique permet aux Etats d'adopter des politiques adaptées aux différentes réalités nationales. Ainsi, la Banque centrale irlandaise aurait pu augmenter les taux d'intérêt pour éviter la formation de la bulle immobilière. En créant une ligne de partage entre ces deux zones euro, les marchés entérineraient non pas la mort de l'euro, mais la reconnaissance de la convergence économique entre les pays de la zone, nécessaire à une union politique. La question est de savoir si une monnaie commune est viable sans une forme de fédéralisme budgétaire. C'est par ce canal que peut s'exprimer la solidarité entre les pays membres de la zone. Une telle construction rendrait caduque les politiques excessives de désinflation compétitive, ce qui pousserait l'Allemagne à adopter une politique plus tournée vers la croissance que vers le contrôle des salaires. Si la guerre des monnaies s'intensifie, il faudra sans doute en revenir à des mesures protectionnistes.

Il est nécessaire que le système monétaire de l'euro connaisse un nouveau rebond, car ce n'est pas une zone monétaire optimale. La création du Fonds européen de stabilisation financière est une décision importante, mais l'accord avec le FMI est contraignant avec des remboursements dès 2013. Le Mécanisme européen de stabilité doit être mis en place en vue de contrô-

(5) Alain COTTA, «Sortir de l'euro ou mourir à petit feu», disponible sur le site Internet www.egaliteetreconciliation.fr/Alain-Cotta-Sortir-de-l-euro-ou-mourir-a-petit-5646.html.

ler les excès d'endettement, mais aussi «l'encadrement» les budgets nationaux, la définition de règles communes au bon fonctionnement de l'espace monétaire – concernant notamment des formes d'harmonisation fiscale, l'obligation d'équilibres budgétaires et l'application de sanctions automatiques. En compensation, des formes de solidarités financières nouvelles pourraient être proposées. La BCE pourrait par exemple accepter d'acheter et de vendre des obligations d'Etat sur les marchés, ce qui est aujourd'hui interdit dans les textes fondateurs. Le Pacte de compétitivité a été proposé et les négociations sont en marche. Aujourd'hui, trois considérations principales semblent devoir être retenues. D'abord, il faut éviter les effets excessifs de rigueur qui conduisent inéluctablement à la déflation. Ensuite, il est absurde de donner en modèle les pays exportateurs, car l'échange implique évidemment des acheteurs et des vendeurs. Enfin, il conviendrait de convaincre la Grande-Bretagne de rejoindre la zone euro, selon des formes à définir. Cinq solutions sont généralement proposées : la monétisation de la dette, la réglementation des activités bancaires et financières, la taxation des transactions financières, le recours aux «eurobonds» et une politique budgétaire fédérale mieux adaptée.

Une première solution consiste à «monétiser» la dette, à permettre en droit à la Banque centrale européenne d'être le «prêteur en dernier ressort». Lorsque les taux d'intérêts augmentent fortement pour un membre de la zone, la BCE aurait la capacité juridique d'acheter les dettes souveraines des Etats de la zone. Le danger de cette monétisation n'est pas négligeable, mais à court terme le combat contre la spéculation de la dette des pays fragilisés et sur les banques concernées doit être gagné. Aujourd'hui, si la dette elle-même crée des tensions sur tous les marchés financiers, c'est surtout sa charge annuelle qui provoque l'essor de bulles de méfiance qui font alors grimper les taux d'intérêt et provoquent rapidement un risque de défaut. Il est nécessaire de créer des espaces de solidarité dès lors que le taux sur la dette d'un pays devient contestable pour les prêteurs. Dans ce cas, les fonds spéculatifs auraient en face d'eux une banque centrale capable de régler cette question et les épargnants pourraient alors conserver leur confiance dans les fonds souverains. Si la BCE s'est résolue à s'engager dans cette voie, elle l'a fait contrainte et sur des sommes relativement faibles (100 milliards d'euros), face à la résistance de la *Bundesbank*. Si ce danger peut être partiellement ignoré au regard d'une croissance économique atone dans la zone euro, l'exercice de l'«aléa moral» des pays dépensiers peut cependant être mis à contribution dans des espaces démocratiques permisifs dans les périodes d'élection. Il est possible de combattre ce risque par la définition de critères de bonne gestion des fonds publics, sur la base du respect de paramètres fondamentaux des économies nationales préalablement définis. Un contrôle accru de ces «indicateurs» doit être exercé par les autorités de la zone, afin d'éviter la spirale de la méfiance des prêteurs.

Enfin, la dégradation du bilan de la Banque centrale est un risque certain, avec le rachat d'actifs douteux. Cependant, l'intervention de la BCE sera suffisamment forte pour limiter les risques de ces actifs, d'autant plus que les valeurs des indicateurs seront connues et permettront des mesures préalables à un glissement de la confiance dans les réseaux spéculatifs.

Aujourd'hui, l'aide de l'Etat reste partiellement gratuite, ce qui est contraire normalement aux mécanismes revendiqués du marché. Il est vrai que certaines banques pourront connaître des difficultés financières importantes si elles ne retrouvent pas leurs investissements grecs. Elles ont à la fois des problèmes de liquidité et de solvabilité avec les difficultés de leurs refinancements et l'insuffisance de leurs fonds propres. Les valeurs bancaires sont fragilisées par les craintes accrues d'une banqueroute de la Grèce et une recapitalisation semble pourtant nécessaire. Certaines banques sont plus confrontées à des problèmes de liquidité (difficultés de refinancement) que de solvabilité (insuffisance des fonds propres). Il faudrait alors mettre les bénéfices en réserve – mais il en résulterait un ralentissement d'économies déjà faiblement dynamiques – ou se débarrasser des titres risqués de dettes souveraines – mais les taux d'intérêt augmenteraient et les défauts de paiement des Etats endettés deviendraient plausibles. Les regroupements de banques sont prévisibles partout en Europe, notamment en Espagne et en Allemagne. L'appel à la Bourse n'est possible que lorsque cette dernière n'est pas en crise. La prise de participations publiques dans le capital des banques afin d'influer durablement sur leurs choix stratégiques peut accompagner de nouvelles réglementations en vue de séparer les activités de dépôts et crédits des activités d'investissement par les prises de position sur les marchés (6). Il s'agit de protéger les épargnants des effets pervers d'une spéculation non maîtrisée. Avec les Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, dès 2014, les banques devront choisir entre spéculer sur les marchés avec leurs fonds propres (*prop trading*) et leur statut de banque de dépôt. En cas de faillite, les autorités publiques ne devront sauver que la banque commerciale et non plus l'ensemble de l'établissement. En décembre 2010, la France croit encore au modèle de banque universelle, avec une esquisse de recapitalisation publique des institutions financières à terme.

La taxation des transactions financières proposée par la France et l'Allemagne remet en évidence l'intérêt de la «taxe Tobin», dont la mise en place ne peut être engagée que si tous les pays en acceptent les principes. L'objectif est de limiter la volatilité des marchés spéculatifs, en réduisant leur intérêt à l'achat ou la vente sur des actifs aux marges de bénéfice faibles, qui produisent des bénéfices globaux satisfaisants grâce à l'importance des flux. Pour une taxe de 0,05 % de la valeur nominale des actifs financiers (change,

(6) Jacques FONTANEL, «Plans de sauvetage pour les banques, plan de rigueur pour les citoyens», *Aquilon*, déc. 2011.

actions, obligation et produits dérivés), les recettes potentielles pourraient atteindre plus de 100 milliards de dollars par an. Prévues à l'origine pour soutenir les pays en voie de développement, elle est aujourd'hui souhaitée pour une participation de la finance à la stabilisation des marchés financiers. La proposition franco-allemande n'a pour l'instant pas fait l'unanimité dans les pays de la zone. Les instances financières européennes privées et le Royaume-Uni restent hostiles à cette solution régionale, non applicable à l'ensemble des places financières, ce qui, sur ce marché concurrentiel, ne manquerait pas de les pénaliser.

Dans ces conditions, le recours à l'émission d'eurobonds (obligations souveraines européennes) est souvent proposé par les spécialistes. La question ne porte pas tant sur son opportunité que sur sa gestion. Les taux d'intérêt des bons du trésor de chaque Etat, qui ont été pendant longtemps assez homogènes, se sont fortement diversifiés depuis la crise grecque (de moins de 2,5 % pour l'Allemagne à plus de 16 % pour la Grèce sur des obligations à dix ans). La mise en place des eurobonds réglerait ainsi le problème, avec un taux d'emprunt uniforme. La mutualisation des risques serait alors assurée, à condition, pour chaque pays, de ne pas lever un pourcentage précis de son PIB en euro-obligations. Au fond, les pays qui ont contrôlé leurs dettes deviendraient à court terme les garants des Etats qui n'ont pas fait les efforts nécessaires en temps voulu. Cette union de transfert est fortement rejetée par la classe politique et financière allemande, qui souhaite éviter les effets dits de «passagers clandestins» des Etats aux comportements laxistes. La création d'euro-obligations marquerait une volonté politique en faveur d'une véritable intégration économique européenne. La polémique sur la fameuse «règle d'or» n'a pas fini de s'éteindre, comme un étendard anti-keynésien. Cette stratégie ne rassure pas toujours les marchés financiers, lesquels vivent aussi de l'endettement public et des risques afférents. Cette mesure fait fi aussi d'une question essentielle, la croissance. Au fond, les règles fixées par le Traité de Maastricht sont intéressantes à respecter, soit une amende payée par les Etats pour un déficit du PIB supérieur à 3 % (0,2 % du PIB) et plus importante proportionnellement pour des taux d'endettement supérieurs.

Le besoin d'une coordination entre les politiques budgétaires des Etats et la Banque centrale se fait sentir lorsque existe une incertitude sur l'orientation du «*policy mix*». Tant que les excédents du secteur privé et de l'extérieur sont importants, les Etats peuvent toujours emprunter. Cependant, les investisseurs ne choisissent qu'un seul refuge monétaire par zone, le dollar, la zone sterling et l'Allemagne pour l'euro. Pour éviter un tel écueil à la zone euro, il faut améliorer la transparence des politiques nationales, renforcer l'articulation des actions communautaires et nationales, engager une politique de change globale, définir une stratégie monétaire en vue de l'élar-

gissement et surtout établir des règles claires et parfois coercitives que les membres de la zone doivent respecter.

Aujourd'hui, la solution économique rationnelle réside dans la centralisation de la décision politique et, donc, le transfert, au moins partiel, de la régulation macro-économique par le moyen budgétaire au niveau de l'Union européenne. Le développement de biens publics communs est essentiel en vue de créer des solidarités progressives. Dans ce cadre, une fiscalité centrale au niveau de l'Europe pourrait atténuer ces frictions et conflits d'intérêts, grâce à un pouvoir d'arbitrage politique centralisé, destiné à préfigurer une fédération politique. Les pays européens ont toujours refusé un tel bouleversement institutionnel, même s'ils connaissaient le risque des externalités négatives de la décentralisation des politiques budgétaires. Le respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance, concernant notamment les déficits publics, constitue la base même de la solidarité européenne, en attendant mieux. La monnaie unique rend de plus en plus indispensable la centralisation politique de l'«euroland», mais les conditions économiques, technologiques et politiques ne semblent pas toujours réunies. Le sentiment d'union l'emporte sur la préférence nationale lorsque les pays ont conscience d'un destin commun. Une monnaie unique n'est pas un symbole suffisant, mais la faillite de l'euro provoquerait cependant un séisme politique.

L'union monétaire n'est pas suffisante pour créer de véritables solidarités sur le long terme (7). Elle suppose une discipline commune contrôlée au regard des questions sociales que chaque gouvernement se doit de régler selon les normes spécifiques de chaque pays. La zone euro ne peut fonctionner sans solidarité ou contrôle budgétaire. Il ne s'agit pas d'engager l'Europe dans une politique de «moins-disant» social, mais plutôt de créer des solidarités, un vrai dialogue interne, qui porte aussi bien sur l'âge de la retraite que sur les salaires acceptables, selon le niveau de développement des pays. Le «vieux couple» franco-allemand n'a peut-être plus la recette pour aller «toujours plus loin» dans l'Union. Veut-il ou peut-il seulement aller plus loin ?

(7) J. FONTANEL / R. SMITH, «A European defence union», *Economic Policy*, n° 13, oct. 1991.

