

L'heure de gloire de l'euro?

Charles Wyplosz

La zone euro s'est révélée un lieu sûr pour les pays qui ont eu la chance d'entrer à temps dans ce club très fermé

LY A deux ans, alors que nous préparions le dixième anniversaire de l'euro, l'un des commentaires les plus fréquents était que la nouvelle monnaie n'avait encore essuyé aucune tempête vraiment sérieuse. Nous ne savions pas ce qui nous attendait! La crise financière, et à présent économique, a soumis la zone euro à toute une série d'épreuves. En Europe, nombreux sont ceux qui estiment que l'adoption d'une monnaie unique apparaît enfin comme légitime et que l'euro est aujourd'hui en pleine ascension. Je suis d'accord avec la première proposition, mais je nourris de sérieux doutes quant à la seconde.

Le premier motif invoqué pour justifier la création de la monnaie unique a toujours été la volonté d'éviter les attaques spéculatives contre les taux de change, qui provoquent d'importantes fluctuations monétaires dangereuses pour le marché unique européen des biens et services. C'est ce qui explique que la décision d'adopter l'euro ait été prise après la libéralisation des mouvements de capitaux (Baldwin and Wyplosz, 2009).

La première leçon de la crise est que cet objectif a été atteint. La couronne suédoise et la livre sterling sont faibles, très faibles. Le cours de la plupart des monnaies d'Europe centrale et orientale fluctuent fortement. Plusieurs des pays concernés ont appelé le FMI à la rescousse et leurs problèmes sont loin d'être réglés. Parallèlement, certaines économies avancées comme l'Autriche, la Grèce ou l'Irlande, sont en grande difficulté en raison d'importants dysfonctionnements bancaires ou de la fragilité de leurs finances publiques, ou des deux. En revanche, ils n'ont pas à se soucier de leur monnaie, puisqu'ils n'en ont pas : l'euro fonctionne et ce n'est pas rien.

Un refuge?

Pourtant l'euro n'a pas mis tous les États membres à l'abri des tensions spéculatives, ce qui s'est traduit par des marges importantes sur les obligations souveraines. Durant les crises précédentes, de telles marges étaient généralement le corollaire de pressions sur les taux de change

qui aboutissaient souvent à des dépréciations ou à des dévaluations. Ces marges étaient souvent interprétées à la lumière du principe de parité de taux d'intérêt et donc vues comme l'annonce de futures dépréciations (encore que, comme on sait, la validité empirique de ce principe soit, au mieux, discutable).

L'apparition de ces marges dans la zone euro reflète la conviction des marchés que l'emprunteur souverain concerné pourrait soit abandonner l'euro, soit ne plus honorer tout ou partie de sa dette, voire les deux. Les médias ont évoqué la possibilité que certains pays sortent de l'euro, mais la plupart des observateurs l'ont exclue, arguant que les coûts d'une telle décision seraient largement supérieurs aux avantages escomptés, surtout en période de crise. Il est donc probable que les marges reflètent essentiellement les risques de défaillances, qui peuvent être justifiés ou non. Quoi qu'il en soit, c'est une situation parfaitement normale au sein d'une zone monétaire. D'ailleurs, les marges très réduites observées avant la crise ont parfois été considérées comme une anomalie, certains suggérant même que les marchés ne réagissaient pas assez à l'ampleur des dettes publiques. Il semble à présent qu'ils soient trop réactifs.

De l'euro-pessimisme à l'euro-optimisme

Les États de l'Union européenne qui ne sont pas membres de la zone euro s'aperçoivent aujourd'hui des avantages de la monnaie unique. Au Danemark, pays qui avait obtenu une clause d'exemption en 1992, la population a constaté l'effet protecteur de l'euro en temps de crise : après avoir voté contre à deux reprises, elle pourrait vouloir rejoindre l'union monétaire.

Un bref débat sur la monnaie unique s'est également ouvert au Royaume-Uni, mais il n'a servi qu'à renforcer le front du refus. La situation est très comparable en Suède, où la population a également voté contre l'adoption de l'euro.

Les autres pays entrés dans l'Union en 2004 ne remplissent pas encore les critères requis, pour toutes sortes de bonnes ou de mauvaises



raisons. Le fait d'être tenus à l'écart du «club» en a rendu beaucoup réticents, mais la crise est en train de les amener à se raviser; ils doivent toujours satisfaire aux mêmes conditions très strictes, les fameux «critères de Maastricht».

Ces critères ont été définis il y a presque 20 ans, dans un contexte très différent. Après une longue période d'instabilité des prix, l'inflation venait d'être maîtrisée (à peine, dans certains pays). Le sentiment était que la Banque centrale européenne (BCE) aurait besoin d'asseoir rapidement sa crédibilité d'agent anti-inflation, ce qui signifiait que, pour être admis dans la zone euro, un pays aurait à démontrer sa ferme volonté de veiller à la stabilité des prix, d'où la fixation de critères très stricts.

Mais, à présent que la BCE jouit de la confiance des marchés, de telles précautions sont superflues, si tant est qu'elles aient jamais été nécessaires. Les gouverneurs des banques centrales des nouveaux États membres rejoindront un conseil des gouverneurs de la BCE aux procédures bien rodées. Compte tenu des risques négligeables associés à l'admission de pays considérés comme n'étant «pas encore prêts» au regard de critères dépassés et compte tenu des distorsions significatives induites sur le marché unique européen par les fortes dépréciations que provoque la crise, on aurait pu espérer que les critères de Maastricht soient finalement remisés. Mais il n'est peut-être pas surprenant que les membres actuels de la zone euro aient réaffirmé la nécessité de respecter les règles, quoi qu'il arrive. La BCE s'y tient aussi très rigoureusement, tout en ayant compris qu'il fallait proposer des échanges réciproques de devises à certaines banques centrales d'Europe centrale et orientale sous pression.

Une autorité unique pour un marché unique

L'une des autres grandes leçons de la crise n'a peut-être pas été assimilée. Dès le début, il était clair qu'il serait risqué de faire fonctionner une zone monétaire avec autant d'autorités de réglementation et de surveillance qu'il y avait de membres (Begg *et al.*, 1998). Pendant longtemps, la majorité des banques ont été nationales, ce qui réduisait la nécessité de centraliser l'information et de préparer la possibilité de recourir à un prêteur international en dernier ressort.

Toutefois, la logique qui sous-tend l'instauration d'une monnaie unique est d'aller vers un système bancaire de plus en plus paneuropéen, composé de banques opérant à l'échelle internationale et détenues par des actionnaires de diverses nationalités. Et, comme chacun sait, c'est exactement ce qui s'est produit, surtout grâce aux efforts de la Commission européenne. Le malheur a voulu que, pour deux des principales institutions transnationales, Fortis et Dexia, la crise se solde par une faillite, ce qui a déclenché des interventions précipitées qui ont tourné au cafouillage.

On pourrait espérer que la crise contribue à vaincre les résistances nationales à une centralisation de la réglementation et de la surveillance. Dans ce but, une commission dirigée par Jacques de Larosière a récemment proposé de créer un Conseil européen du risque systémique et un Système européen de surveillance financière placés au-dessus des autorités nationales compétentes. Mais les premières réactions observées montrent que, même limitée et susceptible d'évolutions ultérieures, cette refonte institutionnelle sera retoquée par les gouvernements nationaux.

Réactions à la crise

Jusqu'à présent, comment la zone euro a-t-elle géré ses politiques macroéconomiques? La BCE a immédiatement et vigoureusement réagi aux perturbations du marché interbancaire provoquées par la crise financière en injectant sur les marchés des quantités de liquidités jusque-là impensables. Une dichotomie entre ses deux fonctions de base a rapidement été décidée : pour rétablir l'ordre sur les marchés de capitaux, la BCE fournirait autant de liquidités que nécessaire. En revanche, cette fonction n'interférerait pas avec la fixation des taux d'intérêt, qui resterait orientée par les objectifs de la politique monétaire. Tel était en tout cas le principe.

Les deux objectifs intermédiaires de la BCE, à savoir la fixation du taux directeur et la réduction de l'écart entre ce taux et le taux interbancaire, ont été provisoirement dissociés. Cette dichotomie était assez logique, mais seulement jusqu'à un certain point. En effet, l'une des courroies de transmission de la politique monétaire est le taux du marché, qui joue donc un rôle au moins équivalent à celui du taux directeur. Le crédit accordé à cette dichotomie explique peut-être pourquoi il a fallu 14 mois à la BCE pour commencer à abaisser son taux; elle l'a fait en octobre 2008, un dernier relèvement ayant même été décidé en juillet 2008.

En réalité, la BCE était davantage préoccupée par l'inflation, qui ne cessait d'augmenter depuis 2006, que par la croissance et l'emploi. Pas plus que la plupart des autres prévisionnistes, elle n'avait pensé que la crise financière entraînerait une récession. Les mesures de politique monétaire ne produisant que lentement leurs effets, la BCE aurait dû abaisser bien plus tôt son taux directeur. Certes, ce qui paraît évident aujourd'hui ne l'était pas à l'époque. Néanmoins, la BCE a effectivement tardé plus que les autres grandes banques centrales à assouplir sa politique monétaire. Ce jugement est peut-être injuste, mais il contribue à expliquer la réticence de certains pays de l'UE à abandonner leur indépendance monétaire.

Sur le plan des mesures budgétaires, qui restent une prérogative nationale, la réaction a également été assez discrète. Dans bien des cas, les pouvoirs publics ont cru que les stabilisateurs automatiques, plus importants dans les pays d'Europe continentale que dans la plupart des autres pays, seraient suffisants pour contrer les effets macroéconomiques de la crise financière. À de rares exceptions près, les mesures de relance discrétionnaires ont été jusqu'ici plutôt timides.

La modération de la réponse budgétaire est sans doute partiellement imputable au Pacte de stabilité et de croissance, qui plafonne les déficits. La crise s'aggravant, le Pacte a été tout naturellement mis entre parenthèses, car une certaine souplesse est tolérée quand les circonstances sont «exceptionnelles». Toutefois, ce Pacte pourrait bien constituer un point d'ancrage utile pour limiter des dérives qui risquent d'être difficiles à corriger une fois la récession terminée. En attendant, comme les taux d'intérêt atteignent désormais la borne inférieure de zéro, la zone euro n'est pas acharnée à lutter contre la contraction actuelle de l'activité économique. La reprise devra s'appuyer sur les dépenses privées ou les exportations. L'Europe ne remplacera pas la locomotive américaine.

Ainsi, au moment même où l'euro démontre son utilité et pourrait séduire de nouveaux pays, les dirigeants font montre d'une extrême prudence — d'aucuns diraient excessive — dans leur gestion macroéconomique et leurs relations avec les nouveaux membres potentiels. Pourquoi? Crainte de faire chavirer

le navire? Difficultés à coordonner des situations économiques très différentes? Absence d'un cadre d'analyse commun?

Enfin reconnu

Dans le même temps, l'Europe a le sentiment que les faits lui ont donné raison. En septembre 2008, par exemple, Peer Steinbrück, le Ministre des finances allemand, a déclaré : «Les États-Unis vont perdre leur statut de superpuissance du système financier mondial... l'Amérique ne sera plus la seule puissance à définir les normes et les produits financiers échangeables dans le monde entier... Le dollar restera une devise très fiable et très importante, au même titre que l'euro, ou encore que le yuan et le yen; je pense donc que ce sera peut-être l'amorce de certains changements.»

De nombreux observateurs européens ont considéré que la déclaration de la Chine selon laquelle la période hégémonique du dollar devait toucher à sa fin constituait un signal fort véhiculant le même message. Sachant que les monnaies dominantes ne déchoient de leur rang qu'après un choc majeur, ils voient dans la crise financière actuelle le catalyseur du changement. Après tout, estiment-ils, la crise est née aux États-Unis et a révélé les failles inhérentes à la conception anglo-saxonne de la finance. Ils constatent également que la cure d'amaigrissement que va subir le système bancaire américain laissera davantage de place au modèle européen, plus prudent.

L'avenir le dira, mais je crains que les Européens ne se préparent une énorme déception. La prudence est une vertu, mais elle a un coût, bien illustré par l'arbitrage entre risque et rendement. La réglementation financière n'est pas qu'une question de dosage, la qualité compte aussi, au niveau tant de l'élaboration des règles que de leur application. Or l'Histoire et les débats actuels n'indiquent pas que l'Europe ait un avantage comparatif sur l'un ou l'autre plan. Le dollar a peut-être un peu perdu de son lustre, mais la lenteur avec laquelle la zone euro réagit à la crise et, à long terme, sa croissance tendancielle moins rapide ne permettent pas de voir en elle une puissance économique et financière montante.

L'ascendant économique se déplace vers l'Asie, mais les marchés de capitaux asiatiques sont loin de pouvoir concurrencer New York ou Londres et la question du déclin démographique de l'Asie commence à se poser. En outre, tout rééquilibrage des pouvoirs au sein des institutions financières internationales mettra très certainement fin à la surreprésentation historique de l'Europe.

On peut donc raisonnablement parier que la crise accouchera d'un système financier anglo-saxon mieux réglementé, plus dominant que jamais, qui continuera de modeler les marchés émergents en Asie et ailleurs, tandis que l'Europe demeurera une référence en matière de prudence et conservera une monnaie incapable de faire et d'accueillir de nouveaux convertis sur le continent. ■

Charles Wyplosz enseigne à l'Institut universitaire de hautes études internationales à Genève.

Bibliographie :

Baldwin, Richard, and Charles Wyplosz, 2009, *The Economics of European Integration*, McGraw-Hill.

Begg, David, Paul de Grauwe, Francesco Giavazzi, Harald Uhlig, and Charles Wyplosz, 1998, "The ECB: Safe at Any Speed?" *Monitoring the European Central Bank* (London: Centre for Economic Policy Research).