

Vers la fin d'une certaine naïveté monétaire européenne

► *Entretien avec...*

Christian de Boissieu *

* Christian de Boissieu

est professeur à l'université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et au Collège d'Europe (Bruges), ancien président du Conseil d'analyse économique et membre du Collège de l'Autorité des marchés financiers.

Questions internationales – *L'appartenance de la France à la zone euro peut-elle expliquer la langueur de l'économie française ?*

Christian de Boissieu – En 2015 et, selon toute probabilité aussi, en 2016, l'économie

française affiche et va afficher une croissance inférieure à la moyenne de la zone euro. Cet écart fâcheux et inquiétant pour le pays ne tient pas intrinsèquement à son appartenance à l'euro. Il découle en grande part de sa difficulté à mettre en œuvre un certain nombre de réformes de structure à propos desquelles il existe pourtant un consensus croissant : réforme des retraites, évolution du marché du travail et des relations sociales vers de la « flexi-sécurité » – gestion plus souple des postes de travail par les entreprises en échange d'une sécurisation accrue des parcours individuels –, réforme du système d'éducation et de formation, etc.

Même parmi les 19 États membres de la zone euro, les performances sont hétérogènes. Cette non-convergence en matière de croissance, de compétitivité et d'emploi est l'un des défis majeurs que la zone euro doit affronter. En 2015, des pays membres comme l'Irlande et l'Espagne se portent mieux et ont une croissance rapide, faisant suite à une crise violente et à des ajustements douloureux. D'autres, tout particulièrement

la Grèce, sont en récession. Hors zone euro en Europe, on retrouve aussi une forte hétérogénéité. Si le Royaume-Uni réalise en 2015-2016 une croissance « sympathique » (autour de 2,5 % par an), cela tient moins à sa non-appartenance à la zone euro qu'aux réformes structurelles accumulées depuis des années sous divers gouvernements, conservateurs comme travaillistes.

Certes, l'appartenance à la zone euro engendre pour les pays membres des contraintes budgétaires qui, à court terme, peuvent peser sur la croissance et l'emploi. Même le Fonds monétaire international (FMI) a reconnu avoir sous-estimé l'impact récessif pour la zone de la combinaison de politiques nationales de rigueur budgétaire ! Mais comment pourrait-on prétendre sérieusement que la dérive des déficits publics et de la dette publique peut favoriser la confiance des agents privés et la croissance ?

Il faut aussi reconnaître que les règles du Pacte de stabilité et de croissance ont été appliquées de façon bienveillante. La France, notamment, a déjà négocié deux délais supplémentaires et doit désormais revenir à un déficit public de moins de 3 % du produit intérieur brut (PIB) pour 2017. Étaler dans le temps les ajustements macroéconomiques peut permettre d'en réduire le coût économique et social.

L'euro qui, surévalué, pesait sur la compétitivité et sur la croissance de la zone et donc aussi sur celle de la France a en outre corrigé l'essentiel de cette surévaluation grâce à la



© Louisa Goullamaki / AFP

politique monétaire très souple de la Banque centrale européenne (BCE) depuis juin 2014. Tous les pays de la zone euro étaient concernés par la surévaluation de l'euro vis-à-vis du dollar et profitent désormais de la « normalisation » du taux de change de l'euro grâce à la politique de la BCE – et au resserrement anticipé par la Réserve fédérale américaine (Fed) de la politique monétaire –, mais à des degrés différents d'un pays à l'autre. Les entreprises allemandes sont moins sensibles à l'effet taux de change que les entreprises françaises, car elles bénéficient d'une avance encore significative en matière de compétitivité structurelle (ou hors prix).

Pour relancer la croissance et lutter contre le chômage, la solution n'est pas de sortir de l'euro. Le gouvernement Tsipras l'a d'ailleurs bien compris pour la Grèce. Le salut passe par des mesures ciblées en faveur de l'investissement et de la compétitivité des entreprises, en particulier à destination des petites et moyennes entreprises (PME) et des entreprises de taille intermédiaire (ETI), si décisives pour l'acti-

tivité et l'embauche. Les efforts doivent dans le même temps être portés sur l'innovation et la recherche et développement (R&D), ainsi que sur tout ce qui touche à l'éducation et à la formation.

Q1 – Les perspectives d'élargissement de la zone euro sont-elles réalistes et, si oui, à quelle échéance ?

Ch. de B. – Malgré les difficultés rencontrées, la zone euro reste attractive. La Lituanie, dernier pays à adhérer, l'a rejointe en janvier 2015. La Grèce n'en est pas sortie, contrairement à ce que d'aucuns annonçaient depuis 2010. Toutefois, l'heure n'est maintenant plus à son élargissement, mais à son approfondissement. Ce constat vaut à mon sens aussi bien pour l'Union européenne que pour la zone euro. Car la crise de la zone euro aussi bien que les défis multiples auxquels est confrontée l'Union – les réfugiés, le débat au Royaume-Uni sur un possible « Brexit », la lutte contre le terrorisme, etc. – exigent une autre gouvernance politique et

économique de l'Europe qui passe par plus de coordination et d'intégration intra-zone.

Dans les circonstances présentes, tout élargissement précipité pourrait être perçu comme une « fuite en avant » destinée à ne pas affronter les vrais problèmes européens et à caler devant des sauts qualitatifs indispensables. Pour la zone euro, l'arrivée rapide de nouveaux membres venant s'ajouter aux 19 actuels aboutirait à une configuration perdant-perdant. Elle serait négative pour les nouveaux membres qui ont tout intérêt à attendre que des progrès significatifs dans la cohérence, dans la convergence et dans la gouvernance de la zone soient effectués avant leur arrivée. Elle serait aussi nuisible pour la zone dans son périmètre actuel, car elle provoquerait probablement la dilution évoquée.

Des pays d'Europe centrale comme la Pologne, la Hongrie, la République tchèque sont dans cette logique du « *wait and see* ». Tout en indiquant leur désir d'entrer, à terme, dans la zone euro et leur intérêt pour l'union bancaire – qui concerne avant tout des pays membres de la zone euro – et aussi pour l'union des marchés de capitaux – dont le périmètre recouvre l'Union européenne –, ils se donnent encore quatre ou cinq ans de réflexion. Il convient forcément de rester prudent sur le calendrier, car les échéances ont été à plusieurs reprises repoussées. En la matière, le pragmatisme s'impose.

QI – Comment percevez-vous les relations entre le dollar et l'euro ?

Ch. de B. – Depuis 2010, la grave crise de la zone euro, toujours pas achevée à ce jour, ne s'est pas doublée d'une crise de l'euro en tant que monnaie de référence et monnaie de réserve au plan mondial. Jusqu'à présent, l'image, la réputation et la crédibilité de l'euro n'ont pas été entamées. Mais, si le fonctionnement et la gouvernance de la zone euro ne sont pas améliorés, la zone euro risque d'être exposée à de prochaines crises à répétition qui finiront par miner la crédibilité de la monnaie unique et par « reconnecter » l'évolution de la zone et le statut de sa monnaie.

Deux indicateurs suggèrent que le statut international de l'euro n'a pas été contesté jusqu'à présent malgré les turbulences : le taux

de change de l'euro et ses parts de marché au plan mondial. Si le taux de change de l'euro a fini par effacer une surévaluation gênante pour la compétitivité et la croissance européennes, cela n'a pas été dû à la défiance du reste du monde. La Chine, les pays du Golfe, les autres détenteurs n'ont pas vendu leurs avoirs en euros. La correction des taux de change résulte avant tout de l'activisme de la BCE.

Il existe, depuis plusieurs années, une « guerre des changes » au plan mondial. Chaque pays s'efforce de faire baisser le taux de change de sa devise pour relancer sa compétitivité, ses exportations et sa croissance. Le Japon ou la Chine, à nouveau depuis l'été 2015, sont des acteurs majeurs de cette guerre des changes. Dans cette configuration fort peu coopérative, toutes les devises ne peuvent pas baisser en même temps. Par définition, au moins l'une d'entre elles doit s'apprécier. Jusqu'au printemps 2014, cette devise qui montait régulièrement était l'euro, ce qui résultait d'une passivité et d'une certaine naïveté monétaire de la part de l'Europe.

Depuis juin 2014, la BCE s'intéresse explicitement au taux de change de l'euro. En renforçant à partir de cette date ses mesures non conventionnelles, en officialisant à compter de janvier 2015 l'adoption d'un assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) de première grandeur et en l'appliquant à partir de mars 2015 en principe au moins jusqu'en septembre 2016, la BCE a catalysé le recul de l'euro, un recul alimenté également par les perspectives de resserrement monétaire de la Fed.

Sans le dire explicitement dans ces termes, la zone euro devient ainsi un acteur, et non plus un simple spectateur, de la « guerre des changes ». Elle abandonne de ce fait ce que j'ai qualifié de naïveté monétaire. Car il était pour le moins paradoxal que la zone parmi les pays avancés qui connaît la croissance la plus faible soit celle dont le taux de change serve de variable d'ajustement, tirée vers le haut, face aux initiatives des autres. Les réajustements de change vont se poursuivre. Le décalage des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique – avec une BCE en plein régime d'assouplissement quantitatif alors que la Fed commence à resserrer sa politique

monétaire – ainsi que le différentiel des taux de croissance pourraient aboutir à un recul supplémentaire de l'euro vis-à-vis du dollar.

Cela dit, la baisse de l'euro risque de buter sur deux facteurs qui, conjugués, vont borner la correction des taux de change. D'une part, la zone euro affiche un excédent courant vis-à-vis du reste du monde un peu supérieur à 3 % de son PIB, et elle va rester en excédent pendant quelque temps. Or, un pays ou une zone en excédent courant voit plutôt sa monnaie s'apprécier ou ne pas trop se déprécier. D'autre part, pour les investisseurs non européens désireux de ne pas mettre tous leurs œufs dans le même panier (le dollar), l'euro reste actuellement la principale monnaie de diversification hors dollar.

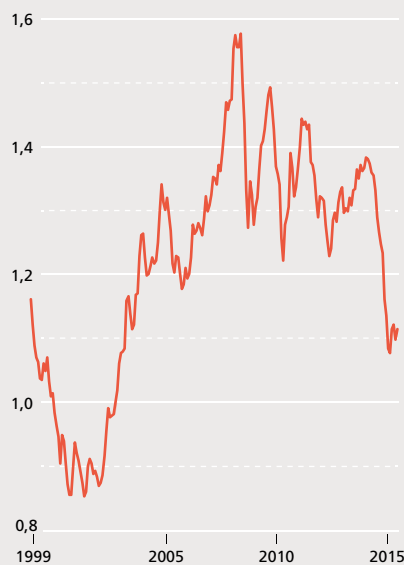
Cette demande internationale d'euros, qui n'a pas été découragée par la crise de la zone euro, empêche *de facto* le taux de change de la devise européenne de tomber en dessous d'un certain seuil. Ce seuil est-il autour de 1,05 dollar pour 1 euro ? Autour de la parité ? La réponse est de nature pragmatique plus que théorique. Elle ne sera pas la même selon que l'on raisonne à l'horizon 2016 ou bien au-delà.

Quant aux parts de marché de l'euro sur la scène mondiale, elles n'ont guère chuté depuis 2010. Le système – ou non-système selon les points de vue – international repose désormais sur deux devises, le dollar et l'euro. Le yen, relégué « en deuxième division », ne représente plus que 4 % des réserves de change des banques centrales dans le monde contre un peu plus de 60 % pour le dollar et 23 % pour l'euro à la mi-2015. La livre sterling figure également autour de 4 % et le yuan chinois ne peut aspirer à jouer les tout premiers rôles tant qu'il n'est pas pleinement convertible, condition qui ne pourra être satisfaite qu'à l'horizon de quelques années.

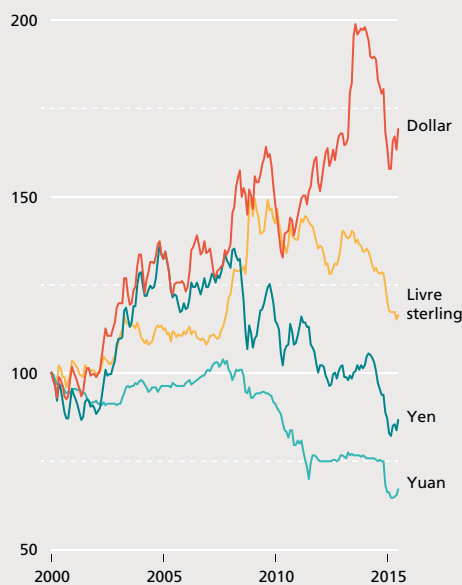
Il existe donc désormais un duopole monétaire dollar-euro asymétrique, en faveur du billet vert. À l'aune d'autres critères – la facturation du commerce mondial, la dénomination des opérations sur le marché des changes, etc. –, on retrouve dorénavant ce duopole asymétrique dollar-euro. Dans certains domaines, comme le marché obligataire international, l'euro fait même jeu égal depuis son lancement avec le dollar.

Parité euro/dollar et taux de change de l'euro (1999-2015)

Parité euro/dollar, janvier 1999-août 2015



Taux de change de l'euro avec le dollar, la livre, le yen et le yuan, février 2000 - août 2015 (base 100 en février 2000)



Source : Eurostat, <http://ec.europa.eu>

Réalisation : Sciences Po - Atelier de cartographie. © Dila, Paris, 2015

Dans dix à quinze ans, il existera probablement une triade monétaire dollar-euro-yuan, rappelant dans un contexte bien différent la triade dollar-deutschemark-yen qui existait avant l'euro.

QI – Quelles premières leçons tirez-vous de la crise de la zone euro ?

Ch. de B. – Même si cette crise n'est pas terminée, comme le suggère le douloureux cas de la Grèce, plusieurs leçons se dégagent qui touchent à la question des dettes, à la gestion des divergences intra-zone, à l'indispensable pragmatisme et à la réforme de la gouvernance européenne. Vu son importance, je reviendrai plus spécifiquement à la question de la gouvernance.

À propos des dettes, les expériences intra-zone depuis 2010 montrent l'existence de vases communicants entre dettes privées et dette publique. En Irlande comme en Espagne, c'est l'explosion de la bulle immobilière alimentée elle-même par le surendettement privé (des ménages en l'occurrence) qui a engendré une crise bancaire systémique obligeant l'État à intervenir pour sauver les banques et conduisant ainsi à une explosion des ratios de dette publique.

D'où ma proposition de réforme touchant à l'indicateur de dette dans le traité de Maastricht comme dans le Pacte de stabilité et de croissance et le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG). Grâce à une réforme à effectuer « à froid » plutôt qu'« à chaud », c'est-à-dire pas tout de suite, il conviendrait de considérer, dans les critères financiers, l'ensemble de la dette (dette publique et dette privée) et non la seule dette publique.

La crise de la zone euro ne résulte pas seulement du dérapage des déficits publics et des dettes publiques en Grèce, au Portugal, en Irlande. Elle tient aussi aux divergences intra-zone. La question de l'hétérogénéité et de sa gestion devient alors centrale. Tout espace économique est hétérogène, qu'il s'agisse d'un quartier, d'une ville, d'un pays, etc. Pour l'Europe et en particulier pour la zone euro, le problème n'est pas tant l'existence de divergences (ou d'hétérogénéité) intra-zone inévitables que le fait qu'elles

ont, contrairement aux espoirs, augmenté depuis l'arrivée de l'euro.

Le problème est aussi que les Européens n'ont pas pour le moment les moyens budgétaires et politiques de gérer ces divergences. Le traité de Maastricht et le Pacte de stabilité présentent le défaut de n'évoquer que la convergence nominale (taux d'inflation, taux d'intérêt, finances publiques...) sans rien dire d'engageant sur la convergence réelle (productivité, compétitivité, emploi et croissance).

Depuis l'arrivée de l'euro, certaines convergences nominales, par exemple sur les taux d'inflation, n'ont pu masquer des divergences réelles en progression. Ainsi, les écarts de compétitivité entre l'Allemagne et la Grèce, au lieu de se réduire, ont crû depuis le début des années 2000. Le bon fonctionnement de la zone euro dans l'avenir passe par plus de convergence réelle dans la zone, et par le fait de se donner les moyens de gérer la part d'hétérogénéité qui ne peut être éliminée.

La théorie des zones monétaires optimales de l'économiste canadien Robert Mundell souligne l'intérêt qu'il pourrait y avoir à développer la mobilité intra-zone des personnes, une mobilité en réalité faible pour des tas de raisons entre pays membres de la zone euro mais souvent aussi à l'intérieur de chaque pays.

Le « fédéralisme budgétaire et fiscal » pointe quant à lui l'importance des transferts publics centralisés pour gérer des chocs asymétriques et des déséquilibres intra-zone. On peut rappeler que, dans les États fédéraux, le budget fédéral représente entre 15 % et 25 % du PIB du pays. Avec un budget communautaire plafonné à 1 % du PIB, l'Union européenne est très loin de tels chiffres. Elle n'a d'ailleurs aucune raison de les atteindre. Mais une marge existe. Compte tenu des postes de dépenses à financer, la zone euro ne pourra pas bien fonctionner dans la durée avec aussi peu de transferts publics centralisés. Le débat et le blocage n'ont ici rien de technique. Ils sont éminemment politiques.

Le pragmatisme, qui souvent fait défaut, est nécessaire. La BCE a montré en la matière le bon exemple. Dans la gestion de la crise

grecque, depuis 2010 les Allemands ont toujours commencé par s'opposer aux mesures préconisées avant de s'y rallier et d'avaliser avec leurs partenaires les plans de sauvetage réussis. Par-delà des postures et des jeux de rôle, c'est le sentiment d'être au bord du précipice qui a poussé à des compromis pragmatiques et qui a permis d'éviter le « Grexit », qui serait un scénario perdant-perdant pour la Grèce comme pour les autres États membres de la zone.

QI – Que penser des initiatives récentes : union bancaire, union des marchés de capitaux, plan dit Juncker destiné à stimuler l'investissement ?

Ch. de B. – Il s'agit là d'initiatives nécessaires, mais pas suffisantes pour le bon fonctionnement de la zone euro. L'union bancaire et l'union des marchés de capitaux (UMC) vont réduire la fragmentation financière née de la crise. Elles vont approfondir le marché unique des services financiers, renforcer la compétitivité et la solidité des intermédiaires financiers et des marchés financiers en Europe *via* des réglementations et une supervision plus intégrées.

Rappelons que l'union bancaire concerne en priorité les pays de l'euro – même si elle se veut en principe ouverte à des pays de l'Union européenne non membres de l'euro –, alors que l'UMC cible tous les pays de l'Union. Vu le poids de la City londonienne, l'attitude générale du Royaume-Uni et le référendum à venir sur le Brexit vont s'avérer cruciaux pour le futur de l'UMC.

Quant au plan Juncker, il vient utilement compléter des initiatives nationales en faveur de l'investissement, de l'innovation et de la R&D, des PME et des ETI... Deux bémols méritent cependant d'être soulignés. D'une part, ce plan repose sur l'espoir d'un effet de levier très élevé, puisque 21 milliards d'euros d'argent public doivent servir à attirer des financements privés pour déboucher sur un total de 315 milliards sur trois ans. D'autre part, ce plan est-il assez important ? Je ne le pense pas.

La question du calendrier est tout aussi cruciale. C'est immédiatement et pas dans deux ans qu'il faut soutenir la reprise en Europe et donc déboursier rapidement les financements Juncker *via* la Banque européenne d'investis-

sement (BEI) et les canaux nationaux. Or, je redoute que cette bonne initiative s'enlise dans des méandres bureaucratiques ou dans des susceptibilités ou des concurrences mal placées.

QI – Quelle nouvelle gouvernance préconisez-vous pour la zone euro ?

Ch. de B. – Le *statu quo* institutionnel et fonctionnel n'est pas une option, car il conduirait à des crises à répétition qui mineraient à terme l'euro et l'Union économique et monétaire. Il faut donc aller de l'avant en privilégiant un scénario de « sortie par le haut ».

Il n'est pas besoin d'annoncer l'avènement prochain d'une Europe à plusieurs vitesses – ou à géométrie variable – car elle existe déjà, et ce depuis quelques années. Une difficulté majeure provient du fait que les aires de référence changent d'un sujet à l'autre. L'Europe du marché unique ne correspond pas à celle de Schengen ni à celle de l'euro, la politique de défense s'adosse à l'axe franco-britannique, le projet de taxe sur les transactions financières (TTF) rassemble aujourd'hui onze États dans le cadre d'une coopération renforcée, etc. En pratique, il existe non pas une mais plusieurs Europe à géométrie variable. Cette complexité a forcément un impact sur la question de la bonne gouvernance.

En pratique, et ce point est devenu largement consensuel, c'est l'appartenance ou non à la zone euro qui doit être le critère principal. Des progrès ont été faits, avec le TSCG, avec la réforme du Pacte de stabilité et de croissance, le « Six Pack » (ou Pacte de stabilité et de croissance renforcé), le Semestre européen... Mais, tout ce vocabulaire nouveau constitue une boîte noire pour l'opinion publique, et parfois aussi pour les experts au moment même où l'idée et le projet européens auraient clairement besoin d'un effort pédagogique substantiel.

Aller plus loin signifie renforcer la coordination budgétaire et fiscale, élargir les décisions prises à la majorité qualifiée ou simple et non à l'unanimité créatrice de droits de veto et donc de paralysie, renforcer les sanctions en cas de non-respect de règles arrêtées en commun. Sur ce dernier aspect, les sanctions prévues

dans le Pacte de stabilité restent impraticables. D'ailleurs, elles n'ont jamais été mises en œuvre à l'encontre des pays dits déviant. Plutôt que d'évoquer des dépôts non rémunérés auprès de la BCE de la part du pays déviant, il faudrait rouvrir le débat sur les propositions d'Angela Merkel en 2010. La chancelière avait évoqué la possibilité qu'un pays durablement déviant perde, durant la période du dépassement, son droit de vote dans les instances communautaires ou son accès aux fonds structurels.

Pour le reste, les projets de nomination d'un ministre des Finances de la zone euro et de création d'un Parlement de la zone comme sous-ensemble du Parlement européen, doté de pouvoirs propres comme la zone elle-même, sont à considérer. Ils supposent, en termes juridiques et politiques, le respect de conditions qui actuellement ne sont pas satisfaites. Ces réformes fixent un point B à atteindre comme cible à moyen-long terme, à partir du point A figurant le dispositif actuel. Il faut très vite travailler sur le chemin et les étapes pour passer, en cinq ou dix ans, de A vers B, et ce en prenant en compte la conjoncture économique, le jeu du cycle électoral dans les pays-membres, l'attitude du Royaume-Uni, le contexte international...

Q1 – La zone euro survivrait-elle à la sortie de l'un ou de plusieurs de ses membres ?

Ch. de B. – L'histoire suggère que les unions monétaires peuvent mourir. Ainsi de l'Union latine mise en place sous le Second Empire ou, plus récemment, de la zone rouble disparue en même temps que l'URSS¹. Même si Mario Draghi a déclaré en 2012, en pleine crise grecque, que l'euro est « irréversible », la pérennité de ces unions n'a donc rien d'automatique. Il

est nécessaire de se donner les moyens politiques et techniques pour les garantir.

Les conséquences d'une éventuelle sortie ne seraient pas les mêmes selon la taille et la position stratégique et géopolitique du pays concerné. Je l'ai déjà évoqué, le Grexit serait un scénario perdant-perdant. Pour la Grèce, une dévaluation massive de sa nouvelle monnaie nationale, de l'ordre de 50 à 60 %, la ferait entrer dans un cercle vicieux « dévaluation - inflation importée massive - nouvelle dévaluation - etc. » Elle se retrouverait aussi dans une situation de surendettement paralysant, avec hausse des taux auxquels elle emprunterait et alourdissement de sa dette en euros. Les gains de la sortie seraient faibles, car, en dehors du tourisme et de quelques produits de la filière agro-alimentaire, la Grèce n'a malheureusement pas grand-chose à vendre...

Pour la zone euro, les conséquences seraient également négatives. D'une part, la crédibilité de cette zone et de sa monnaie pourrait être attaquée, au nom de l'incapacité collective des Européens à gérer des situations individuelles. C'est le principe de solidarité intra-européenne qui, aux yeux du reste du monde, serait bafoué avec des conséquences en termes de réputation et d'image. D'autre part, il existerait de forts risques de contagion, avec une interrogation de toutes les parties concernées – et pas seulement des « marchés » – sur le thème « à qui le tour ? ».

Les interdépendances intra-zone multiples ont, contre toute attente, donné un caractère systémique à la crise financière chypriote de 2012-2013. Chypre n'est pas sortie de la zone euro mais a été fort secouée. Un Grexit aurait des effets systémiques encore plus dommageables. Ce risque explique en partie pourquoi, malgré leurs réticences de principe, les Allemands ont fini par signer tous les plans de sauvetage de la Grèce en échange d'engagements et de compromis de la part du gouvernement Tsipras. ■

¹ Voir à ce sujet les documents de référence qui figurent en fin de ce numéro.

L'actualité internationale décryptée par les meilleurs spécialistes



10 €

En vente :

- en kiosque, chez votre libraire,
- sur www.ladocumentationfrancaise.fr
- et par correspondance :
DILA, 26 rue Desaix, 75727 Paris cedex 15

Abonnement d'un an (6 numéros) : 50 €
Tarif spécial étudiants et enseignants : 42€