

L'EURO : UNE RÉUSSITE APPELÉE À PERDURER ?

OTMAR ISSING *

Dix années, dans l'histoire d'une monnaie, représentent une période très courte. Pour l'euro, cette décennie représente la totalité de son existence. De nombreuses conférences et publications sont consacrées à l'expérience de cette monnaie encore jeune. Dans le même temps, nous ne manquons pas de défis à relever pour cette jeune monnaie. La crise récente sur les marchés financiers a attiré l'attention sur certaines questions spécifiques, telles que la stabilité financière, la régulation et la surveillance ainsi que le rôle de la Banque centrale européenne (BCE) dans ces domaines¹. Cet article se concentre sur d'autres problèmes, dont la liste est loin d'être exhaustive.

31

En ce qui concerne l'avenir de l'euro, je me souviens d'une lettre que Milton Friedman m'avait adressée en juin 1998, dans laquelle il m'écrivait : « Cher Otmar, toutes mes félicitations pour cette mission impossible ». Il était convaincu que le projet d'union monétaire européenne était voué à l'échec, principalement à cause du manque de flexibilité des marchés, notamment des marchés du travail. Milton Friedman a continué à prédire régulièrement que l'union monétaire s'effondrerait d'ici à quelques années.

Du point de vue des critères d'une zone monétaire optimale (ZMO), une majorité d'économistes était pour le moins sceptique sur la capacité de l'Union économique et monétaire (UEM) à fonctionner et sur ses chances de survie (Issing, 2008). Les 11 pays qui ont rejoint

* Président, Conseil consultatif de la chambre des finances, université de Francfort.

L'auteur remercie Marcel Bluhm, Vítor Gaspar et Klaus Masuch pour leurs précieux commentaires.

l'union monétaire dès le début étaient loin de remplir les critères d'une ZMO. Cependant, un autre groupe d'experts était d'avis qu'une fois les taux de change fixés de façon irrévocable, les conditions économiques s'ajusteraient. Ce type d'argument part du constat que l'union monétaire supprime toute possibilité d'ajustement de la politique monétaire ou des taux de change en fonction de la situation nationale et contraint ainsi à une plus grande flexibilité du marché du travail et des négociations salariales. Dans ce cas, les critères d'une ZMO sont endogènes au processus d'intégration monétaire.

Depuis, un certain nombre d'études ont été publiées sans apporter, jusqu'à présent, aucun élément concluant. Dans l'ensemble, la monnaie unique ne semble pas avoir d'effet majeur sur les réformes structurelles, ni par conséquent sur la possibilité pour les pays membres de se rapprocher de la ligne d'une ZMO (Commission européenne, 2008)².

L'élargissement de 11 à 16 pays membres n'a certainement pas rapproché l'UEM du respect des critères d'une ZMO. Il faut donc espérer que la crise actuelle servira de catalyseur à la mise en œuvre de réformes structurelles reportées depuis trop longtemps.

Malgré ces critiques, l'euro est un franc succès. Depuis le début, il a été perçu comme une devise stable. Les anticipations d'inflation ont été contenues, la plupart du temps, à un niveau compatible avec la définition de la stabilité des prix de la BCE. Ce jugement a été partagé d'emblée par tous les investisseurs de la planète. Il n'est donc pas étonnant que l'euro soit parvenu, en quelques années, à se hisser au deuxième rang des devises mondiales, derrière le dollar. La poursuite de l'élargissement et de l'approfondissement des marchés financiers libérés de la zone euro devrait permettre de renforcer encore le rôle international de l'euro.

LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO

Avant même le démarrage de l'UEM, un débat s'était engagé sur la capacité de l'euro à « rivaliser » avec le dollar. Ce débat a souvent omis de tenir compte de l'expérience historique selon laquelle les changements dans l'utilisation d'une devise à l'échelle internationale n'émergent qu'assez lentement. La devise en position de « titulaire en exercice » possède des qualités qui sont liées aux effets de réseau et aux synergies induits par son rôle de monnaie de réserve, de financement... L'euro n'a jamais été conçu dans l'objectif de concurrencer le dollar. Pourtant, à l'échelle internationale, il gagne constamment du terrain.

Malgré une proposition défendue principalement par la Chine, le système monétaire international actuel n'est guère appelé à évoluer vers un système articulé comme le droit de tirages spéciaux (DTS).

Par conséquent, les monnaies nationales continueront de jouer le rôle de devises internationales. Cela signifie que, pour le proche avenir, ce rôle sera tenu par le dollar et par l'euro. La crise financière pourrait modifier la position relative de ces deux monnaies, des sorties de crise différentes étant susceptibles d'influer sur leur avantage comparatif pour les investisseurs - privés et institutionnels.

Durant la crise financière, l'euro s'est révélé être une ancre de stabilité. La BCE a rempli son rôle de prêteur en dernier ressort à l'aide des instruments dont elle disposait dès le départ. Le fait qu'elle ait fait usage de la liberté, conférée par le traité de Maastricht, de définir son propre cadre de mise en œuvre de la politique monétaire a été largement passé sous silence (Issing, 2008). Néanmoins, on a pu constater à plusieurs occasions, comme le passage à l'an 2000, le 11 septembre 2001 et aujourd'hui la crise financière, que la BCE avait établi un modèle de référence pour une activité de banque centrale moderne.

Imaginez ce qui se serait passé si les monnaies nationales avaient encore existé. Toutes les mauvaises nouvelles concernant le système financier, et elles ont été nombreuses, auraient eu des répercussions négatives sur les marchés de change. Elles auraient entraîné des vagues de spéculation, des interventions des banques centrales et, pour finir, des mouvements brutaux des taux de change. Il s'en serait suivi des interactions négatives sur les marchés financiers... En comparaison, la crise de 1992-1993 aurait fait figure d'événement mineur. Le marché unique aurait été mis à rude épreuve.

On peut dire que l'euro a préservé l'Union européenne de répercussions négatives sur l'ensemble du cadre européen. Il n'est pas exagéré de considérer que le marché unique n'aurait probablement pas survécu à une série de graves crises monétaires. La monnaie commune va même renforcer encore ce rôle d'ancrage. C'est ce qu'atteste déjà le fait qu'un certain nombre d'États membres de l'Union européenne redoublent d'efforts pour préparer leur participation à l'UEM et pour profiter de la protection qu'offre une monnaie commune.

LE FONDEMENT : LA STABILITÉ DES PRIX

Le succès de l'euro s'appuie fermement sur son statut et sur la stratégie de politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix. Son indépendance et un mandat clair de maintien de la stabilité des prix continueront de constituer un rempart contre les évolutions inflationnistes. La BCE en apportera la preuve notamment en adoptant une stratégie appropriée pour sortir de l'orientation fortement expansionniste qui caractérise actuellement la politique monétaire.

Toutefois, pour que la BCE et l'euro puissent remplir ce rôle, certaines conditions doivent être remplies.

Au cours des dix premières années d'existence de l'euro, la compétitivité-prix de certains pays s'est fortement dégradée et leurs comptes de transactions courantes ont enregistré des déficits importants. Cette évolution doit être enrayerée et inversée en recourant à des réformes structurelles et à des politiques de modération salariale. Dans le cas contraire, les tensions qui sont d'ores et déjà perceptibles s'intensifieront encore. Ce problème n'est pas apparu soudainement, il s'est développé de façon continue durant la quasi-totalité de la période de participation à l'UEM. Les mises en garde n'ont pourtant pas manqué. La BCE a réclamé à de nombreuses reprises une action résolue des autorités. Elle a également adressé des rappels à l'ordre aux autorités, afin que l'on maîtrise les bulles qui se formaient dans le secteur immobilier. Contrairement à ce qui est parfois affirmé, ces arguments ne militent pas en faveur d'une coordination des politiques économiques. C'est plutôt l'inverse qui est vrai. La responsabilité de prendre des mesures incombe clairement aux autorités nationales, car une dilution des responsabilités perturberait les incitations à agir, avec pour conséquence une aggravation des déséquilibres.

34

*DES FINANCES PUBLIQUES SAINES :
LE SECOND PILIER
DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE*

Pour assurer un bon fonctionnement de la politique monétaire unique au sein de l'UEM, les autorités nationales doivent jouer leur rôle dans les domaines qui demeurent de leur responsabilité, en gardant leurs affaires en ordre grâce à une discipline budgétaire et à des politiques salariales et structurelles visant à favoriser l'emploi de façon durable et la croissance de la productivité.

En tant que zone de stabilité, l'UEM s'appuie sur deux piliers. La stabilité de la monnaie est garantie par les statuts de la BCE et par sa conduite de la politique monétaire. L'autre pilier est constitué par des finances publiques saines, domaine pour lequel il existe, d'une part, un cadre européen - le Pacte de stabilité et de croissance - et, d'autre part, une responsabilité nationale vis-à-vis du Parlement et des électeurs. Les attentes dans ce domaine, et c'est un euphémisme, n'ont été que très partiellement satisfaites. Le Pacte a été sévèrement bafoué et le Pacte révisé est actuellement sérieusement mis à l'épreuve.

Dans le cadre de la lutte contre la crise, les déficits budgétaires se sont creusés dans tous les pays et dans certains cas, ils ont même explosé. Le ratio dette publique/PIB pour la zone euro devrait augmenter de pas

moins de 18 points de pourcentage en trois ans, pour atteindre 84 % en 2010. Le déficit grimpera jusqu'à 6,5 % du PIB, ce qui fait peser un risque d'une nouvelle progression du ratio d'endettement au-delà de 2010 (Commission européenne, 2009). Le défi consiste à présent à retrouver une situation budgétaire soutenable et conforme aux règles définies par le Pacte de stabilité et de croissance. À l'heure actuelle, nous semblons bien loin d'un engagement commun à respecter ces règles.

Au bout du compte, ce sont les gouvernements nationaux qui doivent se montrer à la hauteur. Toutes les mesures susceptibles de remettre en cause l'engagement de respecter les règles du Pacte de stabilité et de croissance doivent être bannies. L'engagement de respecter ces règles est un facteur essentiel du succès de l'euro. Chaque nouveau relâchement de cet engagement menace le succès obtenu par l'euro jusqu'à présent.

Les pays qui ne sont pas parvenus à respecter le Pacte de stabilité et de croissance et à procéder à un assainissement budgétaire durant les périodes de conjoncture normale (ou même favorable) se sont comportés de façon irresponsable non seulement vis-à-vis de leurs propres citoyens (notamment les futurs contribuables et les générations futures), mais également vis-à-vis des autres pays de la zone euro plus disciplinés.

Ceci me conduit à évoquer l'idée récemment avancée d'une euro-obligation. L'émission d'une obligation européenne commune, destinée à permettre aux pays dont la situation budgétaire est dégradée de payer un intérêt plus faible, est non seulement de la solidarité mal comprise, mais également une erreur (Issing, 2009).

Les tenants de cette idée d'une euro-obligation affirmeront qu'il faut y voir une garantie apportée par les « plus forts » au profit des « plus faibles » et se demandent si ce n'est pas exactement ce que les Européens entendent par solidarité.

Une obligation commune, de par sa construction, supprimerait l'écart de taux d'intérêt entre les obligations émises par différents pays de la zone euro et la question qui se pose est de savoir quel effet cette émission commune exercerait sur le niveau du taux d'intérêt et, surtout, sur la politique budgétaire future et sur l'euro lui-même.

Une obligation européenne commune signifierait certainement que des pays comme la France, l'Allemagne et la Finlande devraient s'acquitter de taux d'intérêt plus élevés, ce qui entraînerait un alourdissement de la charge fiscale des citoyens de ces pays. Soulignons également que si les marchés anticipent des émissions d'obligations communes pour des montants importants, il est très probable, à terme, que les taux d'intérêt sur l'énorme stock existant d'obligations

(purement nationales) des pays robustes augmenteraient fortement. Nul ne peut prévoir à l'avance le montant exact de cette « facture » et débattre du nombre de milliards d'euros en jeu - si importante que soit cette question - sans laisser de côté le point essentiel : l'émission d'une obligation commune constituerait un premier pas sur la voie glissante du renflouement des autorités budgétaires moins disciplinées et mettrait donc fin au statut de havre de stabilité de la zone euro. Cette thèse doit être étayée par l'analyse des causes pouvant expliquer les écarts de taux d'intérêt sur les marchés des titres d'emprunt publics.

Le creusement des écarts de taux est directement et foncièrement lié à la montée des inquiétudes des marchés financiers quant à la solidité de certains pays de la zone euro. Cette perte de crédibilité a été la conséquence de la détérioration spectaculaire de leur situation budgétaire actuelle et attendue. Or, une obligation commune ne permettrait pas de remédier à un manque de discipline budgétaire ; au contraire, il s'agirait d'un cadeau empoisonné qui tendrait à encourager les pays à poursuivre une politique laxiste en ce domaine.

Le seul remède efficace aux maux de la zone euro passe par un engagement crédible de l'ensemble de ses membres à mettre en œuvre des réformes et à assainir les finances publiques. Pour être crédibles, les autorités nationales doivent promouvoir de fortes incitations à la discipline budgétaire. Cela leur permettrait de dissiper les doutes des investisseurs et entraînerait le resserrement des écarts de rendement des obligations.

L'émission d'une obligation commune reviendrait à fournir des doses additionnelles à des pays qui ont déjà succombé à l'addiction des déficits. Elle serait également pernicieuse parce qu'elle entretiendrait l'illusion qu'il est possible, pour un pays, de se tirer d'affaire sans avoir entrepris des réformes fondamentales, ni procédé à un assainissement budgétaire. En fait, c'est l'inverse qui est vrai : les périodes de crise permettent aux autorités publiques de justifier au mieux la mise en œuvre des mesures de rigueur nécessaires pour remettre le pays sur une trajectoire soutenable.

L'émission d'une obligation commune - ou tout autre mécanisme par lequel les pays dont la situation budgétaire est médiocre peuvent espérer obtenir un soutien financier des pays plus disciplinés - serait non seulement extrêmement coûteuse pour les pays les plus robustes, mais, et c'est là le plus dangereux, elle saperait également la crédibilité de l'UEM en tant que zone de stabilité et de solidité budgétaire.

La proposition d'émettre une obligation commune met en évidence ce qu'est l'UEM et ce qu'elle n'est pas ou ne sera pas, au moins dans un avenir prévisible. L'UEM est une zone monétaire reposant sur une

monnaie stable et sur les principes d'un marché unique libre, mais elle n'est pas une union politique.

Le principal danger du projet d'obligation commune réside dans les répercussions politiques d'une telle innovation. Toute politique comportant un prix à payer par les pays qui ont opté pour la solidité budgétaire au profit de ceux dont les déficits sont élevés et qui continuent d'afficher de hauts niveaux d'endettement mettrait fortement à mal le statut de stabilité de la zone euro et la confiance de ses citoyens. La « solidarité », au sens propre du terme, signifie que tous les pays concernés doivent se conformer aux règles fondamentales de l'UEM en respectant la discipline du Pacte de stabilité et de croissance et le principe de « non-renflouement ». Le respect des engagements qui ont été pris solennellement en constitue un élément essentiel et les pays qui pourraient être tentés de saper ces principes ne feraient qu'apporter la preuve de leur propre manque de solidarité.

LA RÉUSSITE DE L'EURO VA PERDURER

À la vérité, la zone euro doit s'attendre à être mise à rude épreuve. Les déséquilibres entre pays membres s'accumulent depuis un certain nombre d'années. Il faut impérativement mettre en œuvre des réformes structurelles pour accroître la flexibilité des marchés, en particulier les marchés du travail. Le deuxième pilier d'une union de stabilité monétaire, la solidité budgétaire, a montré à plusieurs reprises des signes de grande faiblesse. L'explosion des déficits budgétaires représente un formidable défi pour le cadre budgétaire et donc pour l'UEM elle-même. Toutefois, les périodes de crise amènent toujours aussi des opportunités pour améliorer la situation. S'agissant de la politique budgétaire, cela signifie un strict respect de la clause de non-renflouement et des règles du Pacte de stabilité et de croissance.

Le maintien de la stabilité des prix a conféré à la BCE une forte crédibilité. Une fois la crise passée, elle devra contribuer à la stabilité financière sans compromettre sa mission de maintien de la stabilité des prix. C'est sur ce fondement que la réussite de l'euro a reposé au cours de ses dix premières années d'existence et qu'elle continuera de reposer à l'avenir.

NOTES

1. Voir : le rapport du Groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union européenne, présidé par Jacques de Larosière ; disponible sur le site de la Commission européenne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf ; accès le 9 juillet 2009.

2. Alesina, Ardagna et Galasso (2008) identifient un effet significatif en termes de promotion de la réforme des marchés de produits, mais pas d'incidence majeure sur la réforme du marché du travail. Duval et Elmeskov (2006) ne constatent aucune accélération des réformes au sein de l'UEM. Duval (2005) constate un ralentissement des réformes entre 1999 et 2004 par rapport à la période 1994-1998.

BIBLIOGRAPHIE

ALESINA A., ARDAGNA S. et GALASSO V. (2008), « The Euro and Structural Reforms », *NBER Working Paper*, n° 14479.

COMMISSION EUROPÉENNE (2008), *Special Report : EMU@10 - Assessing the First Ten Years and Challenges Ahead, Quarterly Report on the Euro Area*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, vol. 7, n° 2.

COMMISSION EUROPÉENNE (2009), *Quarterly Report on the Euro Area*, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, vol. 8, n° 2.

DUVAL R. (2005), « Fiscal Positions, Fiscal Adjustment and Structural Reforms in Labor and Product Markets », in *Budgetary Implications of Structural Reforms*, Deroose S., Flores E. et Turrini A. (éd.), European Economy, *Economic Papers*, n° 248.

DUVAL R. et ELMESKOV J. (2006), « The Effects of EMU on Structural Reforms in Labor and Product Markets », European Central Bank, *Working Paper Series*, n° 596, mars.

ISSING O. (2008), *The Birth of the Euro*, Cambridge University Press.

ISSING O. (2009), « Why a Common Eurozone Bond Isn't such a Good Idea », *Europe's World*, été 2009.