

# L'euro : notre monnaie, notre problème par Jean-Paul Fitoussi

Le Monde, 20 février 2004

Au début des années 1970, John Connally, secrétaire au Trésor américain, affirmait ironiquement, mais non sans raison : "Le dollar, c'est notre monnaie, mais c'est votre problème." On peut avec quelque distance réinterpréter ses propos : dans un monde caractérisé par une collection de "petites" monnaies, le dollar était géré en fonction des intérêts américains, et il fallait bien que le reste du monde s'en accommodât. ..

Nous avons fait l'euro. Cela nous donnait un moyen symétrique de mieux servir l'économie européenne et, s'il en était besoin, de faire de notre monnaie le problème des autres. Bien sûr, en matière monétaire, une stratégie coopérative est toujours préférable au choc des égoïsmes nationaux, mais l'incitation à la coopération est elle-même fondée sur l'évaluation des dangers potentiels de stratégies inamicales.

Une monnaie unique en Europe avait pour insigne avantage de mettre un terme aux dysfonctionnements liés aux variations intra-européennes d'une pluralité de monnaies et ainsi de libérer les politiques économiques de la tutelle pesante des marchés de change. Il nous appartenait d'user de cette liberté retrouvée en faveur de la croissance européenne pour résoudre enfin un problème dont la solution fut de façon irresponsable trop longtemps différée - celui du chômage de masse. Qu'avons-nous fait de notre nouvelle entreprise sur l'économie ? Avons-nous mis fin à la déraison de la gestion antérieure ? Je ne sais quel est le "bon" niveau du taux de change (nominal) de l'euro, et je n'accorde aucun crédit à ceux qui affirment de façon péremptoire le connaître. La question pertinente est autre : l'évolution du taux de change contribue-t-elle à la stabilisation de l'économie ou au contraire à l'aggravation de ses déséquilibres ?

La gestion d'une monnaie est déstabilisatrice si elle conduit à son appréciation en période de ralentissement de la croissance et à sa dépréciation en période de reprise. En réduisant la compétitivité lorsque la demande interne est atone, elle accroît les tendances récessives, et, en l'augmentant lorsque la demande interne est dynamique, les tensions inflationnistes.

A l'aune de ces considérations de bon sens, force est de constater que, depuis le début des années 1990, l'évolution du taux de change de l'euro (reconstitué) fut constamment paradoxale : de 1991 à 1996 - la plus longue période de croissance anémiée que l'Europe a connue depuis la seconde guerre mondiale, inférieure en moyenne de 2 points à la performance américaine -, l'euro s'est apprécié fluctuant entre 1,2 et 1,4 dollar ; l'euro s'est ensuite déprécié de 1997 à 2001 lors du retour de la croissance sur notre continent, pour s'apprécier enfin à mesure que la zone euro s'enfonçait progressivement dans la stagnation.

La valeur de l'euro dans la première moitié des années 1990 ne peut en aucun cas servir de référence ; elle fut artificiellement gonflée, la grenouille voulant se faire aussi grosse que le bœuf, par des taux d'intérêt supérieurs de 2 à 4 points aux taux américains ! Et si la déclaration creuse du G7 à l'issue de sa récente réunion de Boca Raton - pour la stabilité des changes et haro sur le yuan - devait être suivie d'un effet autre que transitoire, l'euro connaîtrait alors une nouvelle phase de

dépréciation en période de reprise, ce qui confirmerait sa tendance à évoluer à contretemps ou, plutôt, à contresens.

Les variations de la valeur de l'euro sont ainsi rien de moins que déstabilisatrices pour l'économie européenne. On ne peut se contenter de le déplorer, ou d'accuser d'autres pays de conduire des politiques de change conformes à leurs propres intérêts. Il faut reconnaître que nous avons un problème sérieux de cohérence monétaire et rechercher activement les moyens de le résoudre.

Certes, ces moyens - baisse des taux d'intérêt, intervention sur les marchés de change - n'ont pas toujours le résultat escompté, les marchés de change ayant parfois des réactions surprenantes. Mais le doute n'implique pas la paralysie. Ne rien tenter quand l'emploi et la structure industrielle sont en jeu, c'est prendre un risque autrement plus grave. En effet, le niveau trop élevé de l'euro dans les circonstances présentes et surtout l'incertitude qui pèse sur son évolution future (incertitude aggravée par l'anticipation d'une absence de réaction des autorités) peuvent inciter nombre d'entreprises à délocaliser une part de leur production, à externaliser certaines activités, pour diversifier leurs risques. Surtout, ne rien tenter, quand l'action, nous allons le voir, ne comporte aucun risque, est pire qu'une erreur : une faute politique dont les conséquences dramatiques seront supportées de façon disproportionnée par les catégories les plus fragiles de la société. Car il existe une profonde dissymétrie entre les risques encourus quand il s'agit de soutenir la valeur d'une monnaie pour éviter son effondrement et lorsqu'il s'agit d'en faire baisser le cours.

Dans le premier cas, il faut acheter sa propre monnaie en vendant en échange des devises étrangères dont les réserves sont limitées. Les marchés connaissant cette limite sont alors incités à redoubler d'ardeur dans leurs attaques spéculatives.

Ce combat aboutit généralement à l'échec de l'intervention, fréquemment à une dépréciation aggravée de la monnaie, et toujours à une perte de réserves. C'est dire que le coût pour le pays en est important. L'histoire récente abonde d'exemples de ce type. Que l'on songe aux monnaies qui ont dû sortir du système monétaire européen (la lire italienne, notamment) après avoir tout tenté pour maintenir leur parité et perdu toutes leurs réserves. C'est pourquoi de telles interventions ne sont concevables que dans le cadre d'une coopération internationale entre banques centrales à une échelle régionale ou, mieux, mondiale. C'est dans cette configuration qu'un accord au sein du G7 se révèle utile.

Mais quand l'objectif est de faire baisser le taux de change, les capacités d'intervention des banques centrales sont théoriquement illimitées - ce que les marchés savent aussi - et ne supportent aucun des risques précédents. En l'espèce, il s'agirait pour la Banque centrale européenne d'acheter du dollar en créant des euros. La menace pour les détenteurs d'euros (de voir fondre la valeur de leurs avoirs) est autrement plus crédible que dans le cas précédent, car ils savent que la marge de manœuvre de l'autorité monétaire est considérable. C'est pourquoi l'annonce d'une intervention peut parfois suffire à provoquer la dépréciation même si elle n'était suivie que d'une intervention limitée.

**CRÉDIBILITÉ**

Une baisse des taux d'intérêt accroîtrait encore davantage la crédibilité de la politique de change, parce qu'elle éliminerait tout doute résiduel quant à la détermination des autorités monétaires à défendre la croissance. Pourquoi la Banque centrale européenne échouerait là où la Banque du Japon réussit ? Dans le pire des cas, même si l'action des autorités monétaires n'aboutissait pas au résultat espéré, sa conséquence la plus notable serait une augmentation des réserves en devises détenues par la BCE, et donc une augmentation de sa capacité d'intervention en cas de dépréciation future. Bien sûr, les adversaires d'une telle stratégie souligneront les dangers inflationnistes qu'elle comporte.

Mais de qui se moque-t-on ? Jusqu'à quand allons-nous légitimer par l'existence d'un risque imaginaire - l'inflation - notre indifférence à un fléau social, l'aggravation du chômage ? Cette substitution d'un fantasme à la réalité devient à la longue suspecte, pour ne pas dire plus. Personne ne peut aujourd'hui tenir sérieusement le discours selon lequel le monde connaîtrait des tensions inflationnistes, a fortiori l'Europe. Le taux d'inflation y est très bas, malgré les arrondis de l'euro, et qui plus est décroissant, alors que les perspectives de l'emploi s'y sont sérieusement détériorées. Il n'y a aucun mystère à cela : 2003 a été pour la zone euro la troisième pire année depuis la seconde guerre mondiale, après 1973 et 1993, et il est incontestable que l'appréciation passée de l'euro (en 2002) y a été pour quelque chose.

Va-t-on continuer à conduire des politiques de déstabilisation pour la croissance, l'emploi, la structure industrielle, au prétexte que les gouvernements n'auraient pas été assez loin dans les réformes structurelles ni dans l'ajustement budgétaire ? Est-on conscient des ordres de grandeur ?

Dans le meilleur des cas, ces politiques recommandées de façon insistante, notamment par... la BCE, permettraient de réduire les prélèvements obligatoires de 5 points. Et si l'on tient pour quantité négligeable les souffrances et les convulsions sociales que de telles politiques susciteraient, l'Europe gagnerait au mieux 5 points de compétitivité. Mais que pèserait ce gain acquis de haute lutte sur la société si, dans le même temps, on s'ingénie à ce que le prix des produits européens sur les marchés mondiaux augmente de 50 % ? Peut-on à la fois se plaindre du coût élevé du travail européen par rapport au travail chinois et l'augmenter de 50 % ou, en tout cas, ne rien tenter pour éviter qu'il n'augmente ?

Nous sommes en train d'aller trop loin dans l'application aveugle de présupposés issus de théories économiques simplistes, trop loin dans la négation d'arbitrages qui constituent pourtant le cœur des seuls enseignements économiques robustes. Et trop loin dans l'exclusion de la société de ces arbitrages. D'où vient que l'on qualifie de "retour de l'inflation" une augmentation des prix comprise entre 2 % et 3%, et de "chômage d'équilibre" un taux de sous-emploi de 10 % ? Est-on certain que la démocratie validerait ce choix politique déguisé en impératif technique ? Et qui fait fi de ses conséquences sur la pauvreté, l'exclusion, la tragique augmentation du nombre de ceux qui n'ont plus rien ? On peut tout affirmer, sauf qu'une telle politique sert l'intérêt général.