

L'euro : pourquoi et comment ?

Jean-José Quiles

Professeur de chaire supérieure, lycée Montaigne (Bordeaux).



Le 1^{er} janvier 1999, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal ont adopté la même organisation monétaire. On sait par ailleurs (le sommet de Feira, juin 2000), que la Grèce remplit les critères de convergence requis par le traité de Maastricht et qu'elle est le douzième membre actif de cette union monétaire. Le 1^{er} janvier 2002, l'unification monétaire européenne sera réalisée *de facto* pour le grand public. Tout cela résulte d'un long processus dont on rappelle la genèse avant de préciser les conditions de la période de transition, y compris les résultats des deux années de fonctionnement de l'euro, du moins sur les marchés internationaux et dans les pratiques des banques centrales.

Procédure volontaire ou marche subie ? ■

L'euro naît moins d'un plan préétabli, conçu par les meilleurs esprits européens,

que de circonstances imposées par l'évolution monétaire internationale (la crise de Bretton-Woods, la gestion d'un système de changes flottants, les contraintes de politique économique dans une conjoncture riche en rebondissements, etc.). Des solutions nouvelles ont été nécessaires et c'est surtout de ce point de vue qu'il faut comprendre l'émergence d'une monnaie unique en Europe.

Cette phase monétaire de la construction européenne s'inscrit dans un long parcours commencé avec la fin de la Deuxième guerre mondiale et dont les grandes étapes sont maintenant bien connues : la naissance d'un axe franco-allemand, la Communauté du charbon et de l'acier (CECA) en 1951, la Communauté économique européenne (CEE), issue du traité de Rome en 1957, et le marché unique à partir de 1992. L'union monétaire est longtemps restée un vœu pieux même si, ici et là, divers projets ont existé (le mémorandum de Raymond Barre en 1968, la conférence de La Haye et le rapport Werner en 1969). Ce n'est qu'avec la mise en place effective d'une coordination du change (serpent monétaire euro-

péen) par les accords de Bâle (1972) et surtout l'édification d'un Système monétaire européen (avril 1979) qu'on parle véritablement d'une marche vers l'union monétaire.

Le Marché commun, prévu par le traité de Rome, avait pour objectif l'établissement d'un grand marché dont l'élargissement stimule une croissance équilibrée, abaisse les coûts de production, augmente le revenu et le bien-être des Européens. La concurrence s'avère être la meilleure garantie d'une production efficace et aux meilleurs prix. Elle doit contribuer à éliminer les positions de rente et les situations de monopole artificielles. **Les quatre libertés fondamentales : liberté de circulation des personnes, des marchandises, des capitaux et liberté de prestation de services sont les piliers de la construction européenne.** Le grand marché unique recherché suppose l'élimination des coûts de transaction spécifiques du commerce extérieur. Mais **les coûts de l'hétérogénéité monétaire sont vite apparus évidents.** Opacité du marché, risque de change, commissions de change sont des freins au dévelop-

Référence

pement des échanges. Le rapport du groupe Emerson calculait, en 1988, qu'un voyageur partant de Bruxelles et faisant le tour des dix capitales européennes perdait 47 % de la somme de départ en commissions de change bancaires. Ces coûts de transaction, intrinsèquement liés à la procédure du marché, comme le théorisent les économistes néoinstitutionnalistes (O. Williamson, etc.), empêchent de bénéficier véritablement des avantages du marché unique. De ce point de vue, il faudrait revenir sur le problème des montants compensatoires monétaires (MCM) de la politique agricole commune (PAC) qui, avec l'euro, sont maintenant une affaire classée.

Comment concevoir une monnaie européenne ? C'est en 1969, au sommet de la Haye, que les chefs d'États européens amorcent une première réflexion synthétisée dans **le rapport Werner** (octobre 1970). Même si les principales propositions sont restées lettres mortes, elles ont quand même grandement influencé le **plan Delors**. On rappelle ici les axes communs : 1) la définition précise de l'objectif à atteindre à savoir la conjonction de trois éléments (la convertibilité des monnaies, la parfaite mobilité des capitaux et la fixité irrévocable des taux de change) ; 2) un découpage des étapes à parcourir pour atteindre l'union monétaire (une dizaine d'années semble suffisante !) ; 3) une discipline de change de plus en plus forte par le rétrécissement des marges de fluctuations (d'abord en pratique puis de manière réglementaire) ; 4) la création d'un système communautaire de banques centrales (la forme fédérale a la préférence des deux auteurs).

Aux débuts des années 70, le rapport Werner est prématuré, ce qui cause son échec, du fait du faible avancement effectif de la construction européenne au regard de perspectives très ambitieuses sur le plan institutionnel : coordination des politiques économiques des États-

membres (par exemple toutes les décisions budgétaires importantes doivent être communiquées et discutées avec les autres partenaires, la suppression des frontières fiscales est prévue, etc.). En outre, toute la construction est établie sur la base d'un système de changes fixes (parités officielles et marges de fluctuations) dont la disparition est largement prévisible dès la déclaration américaine du 15 août 1971 et encore plus probable avec le flottement du dollar à partir de février 1973. Cela étant, les propositions du rapport Werner ont été accueillies plutôt favorablement par les six pays de la CEE et par la Commission européenne. D'une certaine manière, on peut affirmer que, par la suite, le flottement concerté des monnaies européennes est directement inspiré par les considérations du rapport Werner.

La crise et la disparition du système monétaire de Bretton Woods ont été, en fait, beaucoup plus déterminantes car elles ont obligé à penser la monnaie européenne, non pas dans les termes d'un grand projet politico-économique mais comme un problème concret auquel il fallait apporter des solutions praticables. En un certain sens, la monnaie unique, replacée dans le contexte de la gestion des taux de change maintenant flottants et de la recherche de nouvelles configurations de la politique moné-

taire, est quasiment une innovation (institutionnelle) au sens de Schumpeter. On insistera principalement sur deux choses : 1) la sortie des changes fixes pour laquelle tant le Serpent monétaire que le Système monétaire européen (SME) sont des réponses au triangle des incompatibilités de Mundell et 2) le rôle décisif de la crise européennes des années 92 et 93.

Aux débuts des années 70, de tels enseignements ont un impact fort sur les décisions européennes. À l'origine, personne ne souhaite vraiment se dispenser d'un régime de changes fixes, paré de toutes les vertus en Europe, contrairement aux États-Unis où l'opinion dominante penche vers le flottement du dollar. Il convient donc de renoncer soit à une politique monétaire autonome, soit à la liberté des capitaux assimilée aux grands principes de l'intégration économique européenne. **La seule issue est donc de déplacer la politique monétaire au niveau européen. C'est l'objectif, dans un premier temps, du Serpent monétaire puis du Système monétaire européen.**

Avec l'accord du Smithsonian Institute (décembre 1971), les marges de Bretton Woods ($\pm 1\%$ par rapport au dollar) sont élargies à $\pm 2,25\%$. On réalise facilement qu'un intervalle maximal de fluctuation de $4,5\%$ pour une monnaie européenne par rapport au dollar

R. Mundell est le premier économiste à avoir développé un principe d'incompatibilité dont les arguments essentiels sont repris dans le rapport Padoa-Schioppa de 1987. Un espace économique composé de plusieurs pays ne peut connaître en même temps une parfaite mobilité des capitaux, un régime de changes fixes et des politiques monétaires autonomes. Autrement dit, si un État souverain décide de préserver au moins deux des propositions précédentes, il doit nécessairement abandonner la troisième. Par exemple, si on a affaire à un régime de changes fixes et si les capitaux sont parfaitement mobiles entre les pays, alors le taux d'intérêt (en l'absence de risque de change) doit refléter la rentabilité comparée des divers actifs répartis entre les pays. De ce fait, une politique monétaire autonome, agissant par le taux d'intérêt, devient impossible puisque les capitaux se déplaceraient instantanément. Inversement, le choix d'une politique monétaire a priori autonome, par les mouvements du taux d'intérêt qu'elle implique, déplacerait les capitaux et rendrait certainement intenable un régime de changes fixes. Il faut en conclure qu'une politique monétaire autonome et un régime de changes fixes ne sont compatibles qu'en organisant des entraves à la liberté des mouvements de capitaux.

s'élargit à 9 % pour ces mêmes monnaies européennes entre elles. Autrement dit, la nouvelle règle des changes fixes éloigne inexorablement d'une monnaie européenne conçue principalement, à l'époque, comme le résultat progressif d'un rétrécissement de la marge de fluctuation. Un accord sur le mouvement concerté du franc, du mark, du florin, etc., est nécessaire si l'on souhaite préserver l'objectif déjà accepté. C'est la fameuse image du serpent (monnaies européennes entre elles) rampant dans le tunnel (monnaies européennes par rapport au dollar). Avec le flottement effectif du dollar (février 1973), le tunnel disparaît mais le serpent continue à survivre tout en subissant de plein fouet les réactions divergentes des pays face aux deux chocs pétroliers (73 et 79). Le franc français s'affranchit de la discipline européenne en janvier 1974 puis en mars 1976 après un bref retour aux règles de change communautaires.

A cette date, l'objectif d'une union monétaire a quasiment disparu du discours européen et le retour à une certaine rigueur monétaire ne se fera pas avant mars 1979 et l'entrée en vigueur du SME, auquel ne participe d'ailleurs pas la Grande-Bretagne par exemple. Même s'il fonctionne toujours par la gestion de marges de fluctuations (d'abord $\pm 2,25\%$ puis 6% pour certains pays jusqu'à $\pm 15\%$ après la crise de 92-93), ce nouveau système est important parce qu'il introduit le principe de cours-pivot et d'une unité de compte (l'écu) dans laquelle on doit voir l'embryon d'une monnaie unique. L'originalité du processus vient de ce que l'écu est défini par rapport à un "panier" (moyenne pondérée de taux de change) de monnaies lesquelles ont elles-mêmes une définition en écus. Cette "circularité" présente l'avantage de faire surgir une unité de compte ancrée dans les pratiques effectives du marché des changes et non d'une déclara-

tion arbitraire appuyée par une convention internationale de nature plus politique (négociée) qu'économique (réalisée). De plus, la définition de l'écu ne doit rien à l'ancien accord de Bretton Woods et au dollar. Ses références intrinsèques sont fondamentalement européennes. Enfin le SME est parfaitement conforme aux principes monétaires européens. **Chaque devise a une définition fixe, mais révisable en un numéraire : l'écu. La gestion du système est assurée par le respect d'une marge de fluctuations laquelle est préservée par les interventions symétriques et simultanées des Banques centrales des deux pays concernés.** Par exemple, la défense de la parité franc/mark est tout autant l'affaire de la Banque de France que de la Bundesbank ; du moins en principe. La volonté affichée est de ne privilégier aucune monnaie et de ne pas recréer entre devises européennes l'avantage unilatéral du dollar par rapport aux monnaies non américaines dans le cadre du système de Bretton Woods.

Pourtant, l'expérience du SME fait très vite apparaître des asymétries rendant de moins en moins crédible le fonctionnement de ce système à long terme. Toutes les monnaies ne se sont pas retrouvées en pratique sur un pied d'égalité. Deux raisons essentielles doivent en rendre compte. 1) Du fait du triangle des incompatibilités, le choix d'un régime de changes fixes en même temps que le maintien de la liberté des mouvements de capitaux rendent impossible la pratique d'une politique monétaire autonome. Cela étant, l'accord fondant le SME ne dit pas comment cette dernière doit s'organiser. Il est clair alors que le pays imposant ses choix de politique monétaire devient concrètement le leader en la matière. Les deux chocs pétroliers orientant de plus en plus les perspectives européennes vers la lutte contre l'inflation, l'Allemagne, obtenant de meilleurs résultats que ses partenaires, se place d'emblée en position dominante. En schématisant, les objectifs monétaires allemands deviennent ceux de l'Europe sans que rien n'indique qu'ils sont la

meilleure solution possible pour chaque pays en particulier. 2) De plus, quand une monnaie se retrouve, pour une raison quelconque, à son cours plancher par rapport à une autre devise du SME, la logique monétaire européenne impose que les deux Banques centrales concernées interviennent simultanément. Or, il y a en pratique un avantage pour la monnaie qui s'est appréciée. Par ses interventions, sa Banque centrale voit ses réserves de

L'écu est une manière habile de sortir du **paradoxe de Mac Kinnon** : l'asymétrie dont bénéficie la devise-clé dans un régime de changes fixes. Dans le système de Bretton Woods, chaque devise à une parité fixe officielle déclarée en or et en dollar. Puisque chaque Banque centrale s'engage à défendre, par ses interventions en dollar, cette parité officielle, de facto la Réserve fédérale américaine est dispensée de la même contrainte. Les États-Unis dispose donc d'un avantage unilatéral pour leur monnaie. D'une autre manière, avec n devises il y a $n - 1$ taux de change. Si chaque banque centrale non-américaine maintient la fixité de son taux de change par rapport au dollar, automatiquement la parité du dollar par rapport à toutes les autres devises est assurée quelle que soit la volonté de la Réserve fédérale US : défendre ou non sa monnaie. Ainsi, les États-Unis sont dispensés de fait de la contrainte de change propre à tout système de changes fixes. (Nous laissons au lecteur le soin de retrouver le même avantage unilatéral du point de vue de l'équilibre de la balance des paiements : paradoxe de Triffin). Éviter ce travers oblige à définir les parités officielles dans un numéraire qui ne se ramène pas simplement à une monnaie nationale ; d'où le faux artifice de la "circularité" dans la définition de l'écu afin de garantir l'égalité des situations entre monnaies européennes et éviter, en théorie du moins, de recréer un avantage a priori au bénéfice, on s'en doute, du... mark allemand.

change augmenter, ce qui accroît la confiance dans cette monnaie. La situation est exactement l'inverse pour l'autre Banque centrale dont les réserves disparaissent dans l'intervention, ce qui augmente la défiance envers sa propre monnaie. La répétition, plutôt fréquente en pratique, de ce genre d'expériences finit par organiser **une asymétrie structurelle** entre des monnaies dites "faibles" (le franc français, la lire italienne, etc.) et des monnaies dites "fortes" (le mark, le florin, etc.) ou réputées telles. Il n'y a alors plus d'autre alternative, pour la France par exemple, que de distancer l'Allemagne sur son propre terrain par la mise en œuvre de politiques désinflationnistes quasiment continues depuis 1982.

Le bilan du SME est assez ambigu puisqu'il a obligé à un "ancrage" sur le mark et la politique monétaire allemande. Cela a grandement contribué au succès de la lutte contre l'inflation en Europe, en même temps que les nombreux réarrangements des monnaies dans le SME (sept entre 1981 et 1983, cinq de 1983 à 1987 et aucun entre 1987 et 1992) ont donné l'impression d'une convergence plutôt réussie.

Une série de chocs va perturber le fonctionnement d'un système apparemment entré dans une phase "normale" et a déclenché **une crise de "crédibilité"** contraignant à des décisions drastiques quant à la marche vers la monnaie unique. Il faut tout d'abord rappeler le rôle essentiel de la réunification entre les deux Allemandes. L'ancienne RFA est soumise à une demande excédentaire faisant renaître les risques inflationnistes et rendant nécessaire un réajustement des parités dans le SME, quand les pays partenaires sont franchement confrontés à la récession et au chômage massif. Des maximums sont atteints. La crédibilité du choix allemand comme solution généralisée à l'Europe tout entière est de plus en plus discuta-

ble. Parallèlement, les marchés interprètent le "non" danois au référendum sur le traité de Maastricht comme la preuve que l'union monétaire est une éventualité toujours susceptible d'être remise en question même si le SME fonctionne au quotidien.

La crise de juillet 1992 est déclenchée par un brutal relèvement des taux d'intérêt allemands. Il apparaît clairement que la convergence macro-économique en Europe n'est finalement pas aussi prononcée qu'on l'avait cru. La réaction spéculative est immédiate et brutale. Il s'ensuit alors une succession d'efforts pour résister, en même temps que les échecs s'accumulent (renoncement de la lire et de la livre au SME, faible majorité en France au référendum sur le traité de Maastricht, retour du contrôle des changes en Irlande, Espagne et Portugal, etc.). L'année 93 est toujours marquée par une faible croissance, un fort chômage et des taux d'intérêt élevés. L'issue de la crise monétaire européenne n'est trouvée que dans l'élargissement des marges de fluctuations à $\pm 15\%$. Mais que reste-il alors de la fixité du système de changes et de l'objectif de convergence entre les monnaies européennes ? Avec une telle marge de fluctuations la variabilité des monnaies européennes s'avère en réalité plus forte que la variabilité des monnaies européennes par rapport au dollar. C'est tout le paradoxe de ce SME remodelé : des monnaies "fixes" sont à l'évidence moins stables que le dollar qui lui est... flottant ! A cette date, le dilemme est clair : soit renoncer à l'objectif de l'union européenne en adoptant définitivement des chan-

L'explication des crises de change dans **le modèle de Krugman** se fait par le constat de l'écart entre les fondamentaux, les politiques suivies et les anticipations des agents économiques. Dans la crise du SME de 1992-93, le principal ressort des attaques spéculatives a été l'incompatibilité entre le maintien de taux d'intérêt élevés indispensables pour soutenir le taux de change et la situation du marché de l'emploi qui exigeait plutôt un assouplissement de la politique monétaire restrictive calquée sur le choix allemand. Dans de telles conditions, aux yeux des marchés la défense du taux de change n'est plus "crédible" face aux sacrifices qu'elle demande en termes d'activité économique et d'emploi. Les macro-économistes diraient que la politique européenne, appuyant le SME, souffre d'incohérence intertemporelle (le modèle de Kydland & Prescott) car son destin prévisible est d'être, à un moment ou à un autre, remise en question (le modèle de Barro & Gordon).

ges flottants sur le modèle américain (c'est ce que préconise Milton Friedman, critique acerbe du SME et plus tard de l'euro) ; soit aller vers un taux de change irrévocablement fixe entre monnaies européennes pour réduire une fois pour toutes le problème de l'union monétaire par la gestion et le rétrécissement des marges de fluctuations.

De la monnaie de Maastricht à l'euro

La réflexion politico-économique sur la monnaie européenne a été relancé par le **rapport Delors** mais dans le cadre d'un débat assez confus. Deux éléments nouveaux s'imposent au milieu des années 80. Il y a d'une part la constitution, de plus en plus évidente, d'un espace financier européen où la très forte mobilité des capitaux oblige à s'interroger sur l'aspect adéquat du SME. D'autre part, **la création d'un véritable marché européen, renforcé par l'Acte unique (juillet 1987) ne peut que ramener la question d'une union monétaire.** D'intenses débats s'ouvrent alors sur les chemins à emprunter vers la monnaie unique. Il y a tout d'abord la voie du "fait accompli" : on annonce, sans autre forme de procès,

l'existence d'une monnaie unique dont l'effet est immédiat. L'accord se fait dans le plus grand secret, ce qui est peu crédible, sur un taux de change irrévocablement fixe et la fermeture à une date déterminée des compartiments correspondant du marché des changes. Cette solution a l'avantage de surprendre tout le monde, d'éviter toute interprétation spéculative dans la phase préparatoire. On imagine ensuite une concurrence entre monnaies européennes à partir du moment où elles circulent toutes librement dans l'espace européen. Le "marché" dégage spontanément la monnaie la plus adaptée aux perspectives de l'union. Cela étant le résultat est plutôt indéterminé. Selon l'adage "la mauvaise monnaie chasse la bonne" (ou loi de Gresham), sur quelles bases les agents économiques décideraient-ils que telle monnaie est la "bonne" ou la "mauvaise" ? Une variante de la solution concurrentielle a été proposée par la Grande-Bretagne en ce sens qu'un actif monétaire européen spécifique pourrait circuler à côté des autres monnaies nationales. Encore faut-il qu'il dispose d'un avantage particulier ou en termes théoriques un moindre coût de transaction ? Comment construire cet avantage de façon non artificielle et durable ? **De ces propositions, très hypothétiques, il ne reste pas grand chose dans le rapport Delors, sauf l'idée d'un "écu renforcé" gelant la composition du panier de monnaies,** qui revient plutôt à l'idée du rapport Werner sur la convergence macro-économique. De là naissent les critères de Maastricht.

Il est convenu, par le traité de Maastricht que l'UEM ne pourra fonctionner normalement que si les participants atteignent un niveau élevé de convergence en termes de stabilité des prix, des changes et d'équilibre des finances publiques. D'où les critères dont l'objectif est de concrétiser cette nécessité. En mai 1988, le Conseil européen de

Bruxelles a établi la liste des États membres ayant atteint ce degré suffisant de convergence pour participer à la monnaie unique. Depuis juin 2000, la Grèce s'ajoute à cette liste.

Les critères de Maastricht sont au nombre quatre : 1/ une contrainte de **stabilité des prix** où le taux d'inflation d'un pays donné ne doit pas s'éloigner de plus de 1,5 % de celui des trois pays obtenant, en la matière, les meilleurs résultats. 2/ une contrainte de **soutenabilité des finances publiques**. En situation normale, le solde du secteur public ne doit pas dépasser 3 % du PIB et la dette publique accumulée 60 % du même agrégat. 3/ une contrainte de **stabilité du change** respectant les marges de fluctuation convenues dans le SME pendant au moins deux ou trois ans et sans modification du taux bilatéral central avec aucune autre monnaie du système. 4/ une contrainte d'**alignement des taux d'intérêt** censée traduire la pérennité de la convergence déjà acquise. Elle s'apprécie par le taux d'intérêt à long terme qui ne doit pas excéder de plus de 2 % celui des trois États-membres donnant les meilleurs résultats en termes de stabilité des prix.

Il est clair que ces quatre critères ne découlent d'aucun prêt-à-porter théorique montrant pourquoi ces quatre propositions sont bien la solution démontrée du problème. Leur objectif n'est pas tant celui de la convergence, qu'il faudrait d'ailleurs définir précisément et qui ressort plutôt de la théorie des zones monétaires optimales, que de la recherche des conditions d'une croissance équilibrée dans une période de transition. Ils fondent la crédibilité du cadre de l'activité macro-économique en s'inspirant du modèle qui a déjà réussi, c'est-à-dire le cas allemand. Le passage à l'euro doit être un facteur de la croissance économique et de l'emploi dans des conditions assainies. Des déficits publics élevés détournent l'épargne de l'investissement privée. Cet effet d'éviction entraîne le gonflement de la dette qui pousse les taux d'intérêt à la hausse. Les ménages anticipent alors des augmentations d'impôts et contractent leur consommation. En sens inverse, on imagine une dynamique vertueuse de la réduction des déficits publics (**thèse dite "hyper-classique"**)

qui permet alors seulement un assouplissement de la politique monétaire et sa conséquence sur la dérive des taux d'intérêt. Il est alors facile d'envisager le scénario optimiste.

Les critères de Maastricht sont souvent dits "monétaristes". C'est oublier que ces auteurs défendent fermement les changes flottants et que M. Friedman accorde peu de crédit à l'argument de l'indépendance des banques centrales. En fait ne sont vraiment repris que l'effet d'éviction et la critique de la

courbe de Phillips à long terme. **Dans leur logique macro-économique, ils sont plutôt fondés sur les thèses de la Nouvelle Macroéconomie Classique.** L'arbitrage inflation / chômage n'est pas envisageable même à court terme. Dès lors, les coûts, en termes de chômage, liés à la perte de l'indépendance monétaire, à cause de l'intégration, ne doivent pas être surestimés. Les avantages à attendre sont surtout en termes de crédibilité. Du fait de la réaction des agents privés aux décisions des Autorités monétaires (hypothèse d'anticipations rationnelles), l'efficacité d'une politique monétaire dépend de la crédibilité, et avec la répétition du jeu macro-économique, de la réputation des Autorités qui la conduisent. Celles-ci cherchent alors à asseoir cette réputation sur deux données tangibles. 1) L'indépendance effective des banques centrales est un premier élément mais qui se heurte vite aux objections du marché politique. La politique monétaire d'un pays plutôt inflationniste gagne en crédibilité s'il s'aligne sur un pays traditionnellement moins inflationniste. Le premier emprunte sa cré-

dibilité au second. Mais pourquoi ce dernier accepte-t-il de la "prêter" ? Autrement dit, que gagne l'Allemagne à participer au jeu de la monnaie unique ? La réponse est assez délicate à fournir et trouve mal son fondement uniquement dans l'analyse macro-économique.

J. Buchanan, G. Tullock, etc. et les tenants de l'école des choix collectifs rejettent l'idée que la décision publique, dans les systèmes démocratiques, est le fait d'un planificateur bienveillant, calculant les coûts et les avantages du point de vue d'un intérêt général. Le calcul politique se ramène plutôt à évaluer les intérêts "privés" des gouvernements en place en fonction du jeu d'une offre et d'une demande politique modélisant la contrainte exercée par les électeurs. Dans le contexte de désinflation et de stabilisation progressive du chômage qui est celui de la fin des années 90, l'électeur est, sans aucun doute, directement concerné par des arguments faisant de l'État un agent dispendieux (critique des déficits publics) mais, en même temps, est assez insensible aux considérations d'économie internationale et d'intégration monétaire. Cela explique peut-être la faible participation aux élections européennes, d'autant plus qu'elles ont pour enjeu des questions fondamentalement économiques.

2) La participation à une zone monétaire, par le cadre objectif qu'elle impose, apporte **des règles de comportement** qui écartent les risques d'incohérence intertemporelle. Parallèlement, le Conseil européen de Madrid (1995) et celui de Florence (1996) ont cru bon de renforcer la discipline budgétaire par un Pacte de stabilité même si les États-membres restent pleinement responsables de leur politique budgétaire. Ce pacte a trois préoccupations : 1) accroître la coordination des politiques économiques ; 2) éviter pour l'UEM les conséquences dommageables d'un endettement excessif de l'un des participants et 3) rejeter le risque d'un cautionnement par l'Union de la dette excessive d'un pays de la zone euro.

Avant même la date fatidique, pour les agents privés, du 1^{er} janvier 2002, l'euro a déjà une existence effective. **Quelles leçons tirer de ces deux premières années d'expérience ?** Force est de constater que rien ne s'est passé comme annoncé. D'une

façon générale, il y avait un consensus sur les marchés financiers pour penser que l'euro s'apprécierait rapidement à cause de la nécessaire progression de sa demande dans l'économie mondiale. Les bonnes raisons ne manquent pas : le déficit extérieur des États-Unis,

la hausse de la part de l'euro dans les réserves des banques centrales, etc. Or, le fait est là. L'euro a perdu entre janvier 1999 et à la fin de l'année 2000 environ 30 % de sa valeur par rapport au dollar. Pourtant, aujourd'hui, cette tendance semble stoppée. Parallèlement, mais nous écartons ici ces aspects, l'internationalisation de l'euro a été plutôt faible. Quant aux avancées politiques, institutionnelles ou plus largement structurelles, elles sont restées plutôt rares.

Une première approche s'appuie sur la forte variabilité des marchés financiers dans une période où les devises sont largement considérées par les opérateurs comme des actifs dans un portefeuille financier (financiarisation du change). La faiblesse de l'euro est d'abord le résultat de comportements auto-réalisateurs, un mouvement de marché sans vrai fondement. Le taux de change, comme le prix des actifs financiers, a ceci de caractéristique qu'il "sur-réagit" (**R. Dornbush**). Quand une devise à tendance à baisser, le comportement majoritaire, de nature mimétique, est de prendre position à la baisse. Le risque est donc de voir la bulle spéculative croître et éclater avant même le re-

tour à une position d'équilibre plus saine. Jusque-là, même si la tendance est accentuée, le mouvement reste limité voire maîtrisé.

Pourtant, n'y a-t-il aucune justification "réelle" au mouvement de l'euro par rapport au dollar ? Là, il faut prendre en compte les fondamentaux et surtout **l'écart de croissance au profit des États-Unis**. Effectivement, la croissance américaine depuis 1992 est supérieure à celle de l'Europe d'environ 2 points. Cette croissance s'appuie sur **des gains de productivité du travail beaucoup plus élevés** grâce à **un niveau bien supérieur de l'investissement productif**. Les observateurs ajoutent **une progression plus rapide de la population active** si bien que les trois éléments combinés (accumulation du capital, gains de productivité du travail, évolution de la population active) font que le risque inflationniste reste contenu. Une dernière observation s'impose. **Le secteur producteur de nouvelles technologies** est nettement plus important aux États-Unis : 8 % du PIB contre 4 % en Europe. Tous ces éléments se retrouvent dans une meilleure rentabilité du capital et une élévation des taux d'intérêt assurant **une plus grande attractivité des placements américains**. Ainsi, les taux d'intérêt, à court et à long terme, y sont plus élevés depuis 1996, les entrées nettes de capitaux à long terme aux États-Unis l'emportent sur le déficit courant. Voilà pourquoi le déficit extérieur des États-

Pour caractériser l'instabilité financière, **H.P. Minsky** parle de "**périodes de tranquillité**". Elles sont définies comme des phases où les variations de prix déclenchent des transactions stabilisantes parce qu'il existe toujours suffisamment d'investisseurs qui déterminent leurs stratégies de détention d'actifs en fonction d'une rationalité non mimétique. En dehors de ces périodes, il y a des situations où de tels comportements "fondamentalistes" s'effacent sans qu'aucune forme d'organisation du marché ne puisse empêcher des variations cumulatives du prix des actifs financiers.

Unis n'a pas affaibli le dollar. Il est plus que compensé par les flux de capitaux à long terme.

Cette situation est-elle durable ?

La réponse doit s'appuyer sur les conditions d'une croissance comparée et il est difficile de répondre en dehors de toute référence théorique. On peut simplement tenter un petit exercice suggéré par P. Artus. Si l'on se réfère au **modèle de Solow (croissance exogène)**, le pays qui connaît le niveau de capital par tête le plus élevé est celui où la productivité du capital est la plus faible car les productivités marginales sont décroissantes. Alors les flux d'investissement se dirigent vers le pays où le capital par tête est faible et il y a convergence entre les niveaux de croissance aux États-Unis et en Europe. Seul un nouveau choc technologi-

que peut recréer l'écart de croissance. Dans les modèles contemporains de la **croissance endogène**, tout repose sur l'existence de rendements croissants. Les écarts de croissance viennent de la capacité d'un pays à maintenir et reproduire ces mêmes rendements par la maîtrise d'effets externes (état des connaissances, capital humain, dépenses publiques à long terme, etc.). La convergence simple n'est plus assurée d'autant plus qu'elle prend maintenant des sens multiples : comblement d'un retard, moindre dispersion autour d'une tendance, etc. Autrement dit, l'évolution future de l'euro tient moins à sa faiblesse intrinsèque qu'à la force du dollar et à la compréhension du progrès technique dans la croissance de "la nouvelle économie".

J.-J. Q.

Bibliographie indicative

- Patrick Artus, *L'euro et la Banque centrale européenne*, Economica, 2001.
- Patrick Artus, *La nouvelle économie*, La Découverte, coll. Repères, 2001.
- Gérard Beckerman & Michèle Saint-Marc, *L'euro*, PUF, coll. Que sais-je ?, 1999
- Gilles Ferréol et alii, *Dictionnaire de L'Union européenne*, Armand Colin, 2000.
- Claude Gnos, *L'euro, monnaie pour l'an 2000*, Éditions Management Société, 1998.
- Pascal Kaufmann, *L'euro*, Dunod, collection topos, 1997
- Norbert Olszak, *Histoire des unions monétaires*, PUF, coll. Que sais-je ?, 1996.
- Armand-Denis Schor, *Économie politique de l'euro*, La Documentation Française, 1999.

Référence

LA REVUE DES PRÉPAS

Référence