

Vers une implosion de l'euro ?

www.exanebnpparibas.com/economie

9 juin 2005

Flash

Jean-Pierre Petit
+33 1 44 95 98 52
jean_pierre.petit@exane.com

Avant même le 29 mai, la zone euro affichait un différentiel de croissance défavorable depuis plus de 10 ans non seulement avec les États-Unis mais aussi avec des pays d'Europe occidentale en dehors de la zone comme le Royaume-Uni et certains pays nordiques, malgré les promesses excessives faites par les promoteurs de l'euro au moment de la ratification du traité de Maastricht.

En fait, les gains de l'euro se sont pour l'essentiel limités à compléter et consolider le marché unique. L'euro a baissé les coûts de conversion et de transaction intra européens et a accéléré les restructurations. Il a donc constitué un outil d'adaptation des grandes entreprises européennes à la globalisation. En revanche, les bénéfices en termes d'investissement et d'emploi n'ont pas été manifestes sur le territoire européen. D'où un sentiment de frustration qu'illustre la fracture croissante entre l'Europe boursière (le chiffre d'affaires, les résultats, la nationalité du capital, voire des dirigeants des entreprises cotées sont de moins en moins européens) et l'Europe économique et politique.

Certes, l'euro ne pouvait en soi relever la croissance potentielle européenne dont la faiblesse reflète aujourd'hui une trop forte aversion au travail, une déficience de la spécialisation, des retards accumulés dans l'économie de la connaissance, un vieillissement démographique accentué, ...

L'Union monétaire a toutefois **une double responsabilité**. D'abord celle de constituer un mode de politique économique anachronique, institué à un moment (en 1989-91) où le modèle allemand, bâti sur le primat de la stabilité des prix, semblait devoir assurer une prospérité sans faille à tous ceux qui l'adopteraient.

Ensuite celle d'instaurer un mécanisme de protection illusoire. La monnaie unique, en supprimant ou réduisant les ajustements nominaux (inflation, change, taux d'intérêt, finances publiques...), les a reportés sur les variables réelles (emploi, croissance). Pire, elle a excessivement protégé certains pays de la sanction des marchés pour leurs erreurs (35 heures en France) ou leurs médiocres performances (déficit du commerce extérieur en France, récession en Italie). Par la baisse généralisée des taux longs, elle a aussi favorisé des bulles de dette et d'actifs et permis aux États de se financer « sans pleurs ».

L'Union monétaire a plutôt désarmé l'esprit de réformes au lieu de le stimuler. **Elle a été ainsi à l'image de la « vision française » très défensive de la construction européenne** : une zone de protection qui finit par se révéler illusoire à terme si l'on ne l'accompagne pas des ajustements indispensables à sa durabilité.

L'argument suivant lequel l'euro nous aurait « protégés » des fluctuations internationales de changes est fallacieux. L'instabilité de 1992-95 était due à l'existence d'un objectif de change, l'ancrage au deutschemark, adopté par la plupart des pays européens pour crédibiliser leur entrée future dans l'union monétaire.

Le marché sanctionnait à l'époque l'incompatibilité entre cet objectif et le manque de convergence de certains pays. Certains d'entre eux comme le Royaume-Uni et la Suède se sont écartés durablement de cet objectif et ont retrouvé une certaine flexibilité en termes de politique économique, ce qui n'est pas sans expliquer une partie de leurs succès depuis.

D'autres pays comme la France s'y sont accrochés et lui ont subordonné toutes leurs décisions de politique économique au prix d'une croissance très faible jusqu'en 1997. Un processus de convergence nominale provisoire leur a permis ensuite d'accéder à la monnaie unique.

Mais il est faux de prétendre que sans l'euro, nous devrions aujourd'hui relever nos taux en cas de dépréciation de la monnaie, surtout dans un monde structurellement désinflationniste. Aucune étude n'a par ailleurs jamais conclu à un impact clairement défavorable de la volatilité des changes sur les échanges, même au sein de l'espace européen.

L'échec du traité de Constitution européenne, dans la mesure où il met fin pour longtemps à toute velléité d'Europe politique, menace encore plus clairement l'union monétaire. D'abord parce que l'expérience du XIX^{ème} siècle montre la nécessité d'une unification politique parallèle à l'union monétaire, à l'instar de l'Allemagne ou des États-Unis et à l'inverse de l'union latine et de l'union scandinave. L'histoire montre aussi que les tentatives réussies d'unification monétaire supposent un engagement politique total et une forte cohésion des participants, ainsi qu'un contexte de forte expansion économique. C'est d'autant plus nécessaire que les gains de l'unification sont indivisibles et à long terme alors que les coûts sont immédiats. Or la quasi-stagnation menace l'Europe continentale pour les prochaines années. Outre les faiblesses récurrentes de la croissance potentielle déjà mentionnées, l'Europe fera face à un prix structurellement élevé des matières premières, au poids de la dette, au vieillissement et au retournement probable du marché immobilier. Sans Europe politique, il sera très difficile d'avancer vers la coordination des politiques économiques et vers des stratégies structurelles communes (recherche- développement par exemple). Sauf revirement majeur, la poursuite du déclin économique semble donc peu réversible et la montée de la dette, le maintien du chômage de masse, le recul de la protection sociale et la polarisation des inégalités rendent **l'Union monétaire politiquement peu soutenable.**

Même si un retrait de l'euro par un pays membre ne serait pas plus économiquement rationnel que le protectionnisme ne l'était pour ceux qui y recouraient durant les années 30, c'est hélas une hypothèse politiquement plausible à moyen terme.

L'histoire de l'euro n'est pas encore totalement écrite. L'idée de ses promoteurs a toujours été qu'il créerait une étape irréversible dans la construction européenne. Or, **l'histoire enseigne qu'il y a peu de choses irréversibles.**