

# *La lettre mensuelle*

NOVEMBRE 2010

## Quel avenir pour l'Euro ?

### Il y a douze ans

« ...Une unification monétaire doit couronner un processus d'intégration politique, économique, juridique, fiscale et sociale réussi ; or, il faut bien admettre qu'aucun de ces aspects n'est à l'heure actuelle achevé. Les fondateurs de l'Euro espèrent que l'harmonisation monétaire permettra d'accélérer ces autres domaines de l'unification européenne ; en termes imagés, cela revient à construire une maison en commençant par le toit ou de mettre la charrue devant les bœufs. C'est là toute la problématique de l'unification monétaire sans compter que la volonté politique de ne pas intervenir dans la conduite de la politique monétaire européenne fait défaut depuis l'arrivée des socio-démocrates au pouvoir en Allemagne. Un autre aspect de la problématique de l'Euro réside dans la rigidité du système que l'on a conçu. Rappelons que le taux de change entre deux pays considérés représente un prix reflétant la valeur ultime de celui-ci sur le plan extérieur synthétisant toutes les variables économiques et financières. En rigidifiant les parités de change par le biais d'un système unifié tel que l'Euro, les pays ayant adopté la nouvelle monnaie n'auront à disposition aucune possibilité rapide d'ajustement face à des disparités dans l'évolution de leurs économies respectives. Imaginons que l'Allemagne et la France, les piliers de l'unification européenne, connaissent une évolution divergente de leurs économies. L'Allemagne subissant par exemple une surchauffe économique liée à un boom de ses exportations vers ses proches voisins de l'Europe de l'Est alors que la France ne connaît qu'une croissance économique modérée. Face à une telle situation, l'Allemagne devrait freiner son activité économique par le biais d'une hausse des taux d'intérêt afin de contrecarrer les risques d'émergence d'une spirale inflationniste alors que la France ne nécessiterait aucun ajustement des taux d'intérêt. On peut imaginer les sources de tension qui pourraient se manifester entre les gouverneurs de la Banque Centrale Européenne dans un premier temps puis entre les instances politiques des deux pays concernés sans compter que dans une situation pareille les autres pays participant au système monétaire ne pourront certainement pas faire valoir leur opinion. Dans un cas de figure aussi simple, on peut envisager les prémices d'une crise financière avec le risque d'éclatement du système dans son ensemble. L'intervention récente des ministres des finances allemands et français réclamant à corps et à cris une baisse des taux d'intérêt en Europe préfigure du ton donné et de la volonté des politiques d'intervenir et d'influencer la Banque Centrale Européenne dans ses décisions de politique monétaire.

La remise en cause du pacte de stabilité par le premier ministre italien d'Alema, évoquant une certaine flexibilité dans l'application des critères définis dans le traité de Maastricht en matière de déficit budgétaire rapporté au Produit Intérieur Brut complète le

tableau. Christian Saint Etienne, professeur d'économie à Paris, disait que dans l'histoire économique on n'a jamais vu un pays abandonner de façon durable sa souveraineté monétaire tout en conservant sa souveraineté politique, l'actualité récente semble lui donner raison plus tôt que prévu.

Les deux piliers sur lesquels repose la crédibilité de l'Euro, à savoir l'indépendance de la Banque Centrale Européenne et le pacte de stabilité, sont sérieusement mis à mal par les dirigeants politiques avant même que la monnaie unique ait vu le jour. A l'aube de l'introduction de l'Euro, il faut savoir que nous nous trouvons face à la mise en place d'un système monétaire qui n'a jamais été expérimenté par le passé, qui souffre de nombreux défauts par son concept rigide et disons-le idéaliste et dont on n'a malheureusement pas tiré parti de l'expérience des crises financières récentes en Asie du Sud-est, en Amérique latine et en Russie. M. Monnet, père fondateur de l'Europe unifiée disait que l'Europe serait monétaire ou ne serait pas, elle sera monétaire mais pour combien de temps ? ... »

### Aujourd'hui

Nous avons écrit ce texte en novembre 1998, soit deux mois avant l'introduction de la monnaie unique en Europe. La relecture de ce document demeure d'une actualité brûlante en regard des événements récents qui se sont déroulés ces derniers mois dans la zone Euro. Nous n'avions pas anticipé à l'époque que le détonateur de la crise financière en Europe proviendrait de la dérive des finances publiques et non pas d'un choc asymétrique provenant d'une disparité d'évolution économique au sein de la zone. Il faut reconnaître que la problématique de l'endettement des Etats était moins d'actualité il y a 12 ans qu'aujourd'hui, même si le traité de Maastricht y faisait explicitement référence. La décennie 2000 aura été celle de l'explosion de l'endettement aussi bien privé que public. Nous en avons explicité les raisons dans une précédente étude où selon notre analyse, le coût de l'argent a été trop bon marché, trop longtemps et trop facilement accessible aussi bien pour les particuliers que pour les Etats.

Depuis les accords de Bretton Woods en 1944, les européens n'ont eu de cesse de vouloir lutter contre les fluctuations de change en les qualifiant systématiquement de mouvements « spéculatifs », déniaient aux marchés financiers la libre appréciation de fixer les taux de change en fonction de l'offre et de la demande de monnaie et surtout des performances économiques de chaque pays. Ce déni de réalité est réapparu récemment lorsque les marchés financiers se sont inquiétés de la dérive des finances publiques européennes. La classe politique est montée au créneau dénonçant la spéculation contre la dette des Etats, alors que les marchés n'ont fait que s'adapter à une réalité financière : la capacité des Etats à rembourser leurs emprunts qui s'est dégradée. L'histoire financière de ces cinquante dernières années fait état de toutes sortes d'expérimentations en matière de politique visant à contrôler les parités de change. Nous avons vu se succéder le Serpent Monétaire puis le Système Monétaire Européen, l'Ecu, monnaie scripturale et enfin l'introduction de l'Euro. Nous évoquerons encore la politique dite du franc fort menée sous le gouvernement de François Mitterrand et qui a conduit le pays dans une profonde récession.

A l'heure du bilan de onze ans d'expérimentation de la monnaie unique, il est une question qui n'a guère trouvé de réponse satisfaisante de la part de la communauté des

économistes. Pour quelles raisons les prix des biens et services ont-ils pareillement pris l'ascenseur dans la zone Euro et ont conduit à une perte massive de pouvoir d'achat pour le consommateur européen du nord au sud de l'Europe ?

Les hommes politiques avaient argué que l'ouverture d'une zone de libre-échange économique gouvernée par une même et seule monnaie devait conduire à un marché homogène affranchi des distorsions que les parités de change pouvaient engendrer. Cette concurrence aurait dû bénéficier au consommateur et donc logiquement provoquer une baisse des prix des biens et services. En définitive, nous avons constaté un effet tenaille pervers où les salaires ont subi la pression de l'arrivée d'une main d'œuvre bon marché en provenance des pays de l'Est : le fameux plombier polonais ou deux chauffeurs routiers pour le prix d'un professionnel français ainsi qu'une hausse généralisée et uniformisée des prix en Europe. Notre interprétation est la suivante : la substitution des monnaies européennes par l'Euro a été effectuée à une parité qui ne correspondait pas à la valeur des prix des biens et services en Europe. Il faut se rappeler que la valeur de l'Euro a été fixée par rapport à l'Ecu et que la nouvelle monnaie européenne a été échangée à parité. La livre sterling entrainait dans le panier de monnaie composant l'Ecu à hauteur de 15% mais est évidemment absente de l'Euro, en résumé, on a échangé des poires contre des pommes. A l'époque, la monnaie anglaise faisait preuve d'une certaine fermeté sur le marché des devises. En définitive, l'Euro a été surévalué à son origine sur le marché des changes et a contribué à une perte substantielle de pouvoir d'achat pour ses détenteurs : les consommateurs européens. Cette explication a été corroborée par l'évolution de la valeur extérieure de la monnaie européenne à son origine sur le marché des changes. L'Euro est passé de 1.2 à 0.82 contre le dollar et de 1.6 à 1.45 contre le franc suisse, la monnaie la plus forte du monde. La force relative de l'Euro ces dernières années a davantage été due à la faiblesse endémique du dollar, au rééquilibrage des réserves en devises détenues par les grands intervenants internationaux : banques centrales, pays dégageant une balance des paiements excédentaires et investisseurs institutionnels plutôt qu'aux qualités intrinsèques de la monnaie européenne.

### **Quel avenir pour l'Euro ?**

La crise récente de l'Euro est liée à la dérive des finances publiques des Etats européens. Cette explosion des déficits publics était prévisible depuis l'intervention massive des Etats durant l'automne 2008 pour sauver le système financier international et la mise en place de plans de relance de type keynésien. Il est quelque peu étonnant que les marchés se soient accommodés de cet état de fait pendant une année avant de s'alarmer récemment alors que l'effet multiplicateur des plans de soutien sur l'activité économique n'a pas encore déployé ses effets sur les rentrées fiscales. Le grand risque aujourd'hui est que les mesures d'austérité prises en catastrophe par les Etats européens ne tuent la reprise économique dans l'œuf et ne ponctionnent encore davantage le peu de pouvoir d'achat discrétionnaire qui reste en mains des consommateurs européens. Un certain nombre de commentateurs économiques ont évoqué, dans la crise actuelle, l'idée que la zone Euro risquait d'éclater avec une sortie soit par le bas des pays faibles, soit par le haut de pays comme l'Allemagne et un retour aux monnaies nationales d'avant 1999.

Paradoxalement, cette éventualité ne servirait les intérêts de personne et tous les pays de la zone sont aujourd'hui pieds et poings liés dans le même bateau. Pour des pays

comme la Grèce, une sortie de la zone Euro aurait pour conséquence une mise en faillite immédiate du pays, incapable d'honorer son ancienne dette libellée en Euros. De plus, ce pays ne pourrait plus se financer sur les marchés internationaux ou alors à des coûts tellement prohibitifs que le service de la dette deviendrait impossible.

Concernant les pays dits forts de la zone comme l'Allemagne, le retour au deutsche mark impliquerait une réévaluation dramatique de la monnaie sur le marché des changes pénalisant fortement les exportations du pays, aujourd'hui en forte croissance, et entraînant une spirale déflationniste, c'est d'ailleurs le risque auquel la Suisse aura à faire face dans les mois à venir.

### **Quelles solutions ?**

Il faut espérer que la crise dans laquelle l'Europe se débat actuellement représente un électrochoc salutaire pour les dirigeants politiques afin d'engager des réformes structurelles indispensables pour que l'Europe redevienne une zone compétitive sur le plan international en favorisant l'esprit d'entreprise en lieu et place d'une bureaucratie tatillonne. Ces mesures impliquent davantage de libéralisme, de flexibilité du marché de travail, de l'âge de la retraite et surtout de l'imposition du capital. Nous sommes convaincus en tant qu'économistes qu'un travailleur européen peut être compétitif sur le plan international pour autant que les charges sociales soient ramenées à des niveaux raisonnables et que le capital ne soit pas systématiquement fustigé et donc taxé comme il l'est, par exemple, actuellement en France. La Suisse est un excellent exemple d'un pays qui s'est toujours maintenu sur le plan de la productivité du travail et de la compétitivité sur les marchés extérieurs malgré les handicaps d'une monnaie forte et d'une main d'œuvre chère mais qualifiée. La clé de la réussite du pays réside dans l'investissement en capital dans les technologies les plus à la pointe. Les Etats européens auront-ils la volonté de remettre en question un système basé sur l'interventionnisme permanent de l'Etat dans l'économie et une part des institutions publiques dépassant 50% de la formation de richesse intérieure mesurée par le Produit Intérieur Brut ? Seule une profonde remise en question de la gouvernance économique, politique, fiscale et sociale pourra remettre la zone Euro sur des rails, relancer la croissance, la compétitivité de la zone et la force de la monnaie. Les réformes nécessaires impliqueraient aussi davantage d'abandon des souverainetés nationales au profit de l'Union européenne et la mise en place d'une fiscalité transnationale gérée par Bruxelles. Il faut rappeler que le budget de l'Union ne représente aujourd'hui que 1% du PIB européen, un pourcentage notablement insuffisant pour mener une politique budgétaire réellement efficace en Europe. Beaucoup de remises en question de la part des hommes politiques, en auront-ils le courage ? Seul l'avenir nous le dira.

*Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.*