

MARCHES DES CHANGES. Les avatars de la monnaie unique

L'euro est-il "faible" ?

Il n'a fait, probablement, que revenir à son prix d'équilibre qui n'est pas nécessairement stable dans le temps.

L'article qui suit a été rédigé pour publication vendredi dernier, avant l'intervention concertée des banques centrales visant à redresser le cours de l'euro. Ce soutien ponctuel a créé un risque supplémentaire pour les opérateurs qui voudraient jouer la baisse de la devise continentale, mais il ne peut modifier durablement les parités d'équilibre sauf changement significatif des politiques de création monétaire de la Réserve fédérale de la BCE. Ce qui semble peu indiqué au moment où l'économie américaine ne fait qu'amorcer son ralentissement et où les économies européennes n'ont pas toutes atteint leur régime de pleine expansion.

Les fondamentaux précédents restent par conséquent pertinents.

Il y a cependant deux leçons à tirer de la glissade de la devise continentale et de l'intervention des autorités monétaires. La première est que l'euro, par lui-même, n'est pas nécessairement plus stable que le Mark ou le Franc. Il n'abolit pas le risque de change pour des entreprises ayant des activités globales, ce qui est le cas le plus courant aujourd'hui.

La seconde est qu'au contraire l'euro peut être un facteur de déstabilisation de l'économie mondiale, et c'est ce qui explique l'intervention américaine. Ainsi, au lieu d'asseoir l'indépendance de l'Europe, l'euro met cette dernière dans le sillage de la politique monétaire des Etats-Unis.

par Jean-Jacques Rosa

L'euro, on s'en souvient, a été vendu aux opinions publiques des onze pays fondateurs en une campagne de publicité sans précédent le présentant comme une future monnaie "forte", capable d'éclipser le dollar sur la scène financière internationale. En économie, une monnaie "forte" est une monnaie qui tend à se réévaluer par rapport aux autres devises nationales, c'est-à-dire à devenir plus coûteuse au fil du temps. Or c'est l'inverse qui se produit depuis la date du lancement de la monnaie unique européenne, en janvier 1999, il y aura bientôt deux ans. Les commentateurs, et l'opinion sans doute, en concluent pour cette simple raison que l'entreprise est un échec et que la devise continentale pourrait bien disparaître dans un avenir proche. L'on s'interroge alors, de tous côtés, sur les causes de la baisse de l'euro qui apparaît comme la manifestation principale de cet échec.

Il y a là un profond malentendu. La baisse du prix du change n'est pas en soi la manifestation d'un quelconque échec, pas plus que celle du prix des ordinateurs, du pétrole ou des automobiles, en tout cas pas pour les acheteurs. Ainsi l'euro en baisse favorise les exportations européennes en direction des autres pays du monde, ainsi que les touristes des pays tiers qui se rendent en Europe. Elle désavantage par contre, temporairement, les consommateurs européens de produits importés et les investisseurs des pays tiers en actions, obligations et autres actifs européens, qui ont acheté au cours de lancement élevé de 1,18 dollars pour un euro et se retrouvent aujourd'hui avec un euro, et donc des actifs, convertis à 85 cents.

Sur le plan macroéconomique, il faut répéter, comme l'ont fait en pure perte quelques économistes indépendants pendant toutes les années 90, que l'appréciation d'une devise freine la croissance alors qu'un retour vers une parité plus modeste stimule l'activité et réduit le chômage. L'expérience des dix huit derniers mois a totalement confirmé cette analyse : un euro trop cher plombe les économies européennes, alors qu'un euro fondant permet le retour à la croissance et réduit un chômage que les intégristes monétaires affirmaient uniquement dû à des "rigidités structurelles". A l'évidence, il n'y a pas eu de réforme structurelle favorable à la croissance en France sous le gouvernement Jospin et pourtant, n'en déplaise à Jean-Claude Trichet, le chômage a bel et bien diminué sous le seul effet de la dépréciation du change et de la reprise de la croissance qui en est résulté.

C'est pourquoi la politique française du franc fort suivie pendant quinze ans et destinée à lancer le deuxième étage de la fusée intégriste, celle de l'euro fort, a été si critiquable et coûteuse pour notre pays. Il ne faut donc pas considérer l'affaiblissement de l'euro depuis sa création comme un échec, mais bien plutôt comme un succès de la raison face au dogmatisme sommaire de certains milieux financiers.

Il faut se demander cependant si cette baisse substantielle ne risque pas de dégénérer en une spirale descendante qui conduirait au retour d'une inflation incontrôlable. L'euro en d'autres termes est-il "faible", c'est-à-dire trop faible par rapport à sa valeur d'équilibre, celle notamment qui assure la croissance de la production et de l'emploi en Europe ? Pour l'instant, au cours actuel de 85 cents il y a de bonnes raisons de penser qu'il ne l'est pas. La parité des pouvoirs d'achat, ou taux de change qui égalise le prix d'un même produit dans deux pays, nous paraissait dès le départ indiquer une valeur d'équilibre se situant entre 95 et 85 cents, et non pas à 1 dollar ou même 1,10 dollars comme l'écrivent un certain nombre de commentateurs. La baisse de plus de 25 % de l'euro en dollars depuis son lancement ne serait dans ces conditions qu'un retour à un prix de marché, une parité d'équilibre. Et il pourrait s'y tenir dans l'avenir si la politique monétaire de la BCE restait neutre, et en l'absence de choc économique majeur en Europe ou aux Etats-Unis.

S'il devait baisser encore, et de façon significative, il se situerait en dessous de la parité des pouvoirs d'achat et cela conduirait à un autre diagnostic. Ce n'est qu'à partir de là qu'il faudrait s'inquiéter de l'affaiblissement de la devise et en rechercher des causes spécifiques. Ce pourrait être par exemple, comme le soutenait l'économiste Roland Vaubel, de l'université de Mannheim, la perspective de périodes électorales presque simultanées en Europe en 2001-2002 qui conduirait les gouvernements et la BCE à un trop grand laxisme dans la création monétaire. Ce pourrait être aussi comme le soulignent deux économistes américains, Niall Ferguson et Laurence Kotlikoff (voir mon article du Figaro Economie, du 5 mai 2000) l'alourdissement prévu de la charge des retraites par répartition, dans les cinq prochaines années, qui devrait également conduire les gouvernements de la zone à recourir à la planche à billet pour éviter d'alourdir une fiscalité de plus en plus rejetée par leurs électeurs. Dans les deux cas c'est l'anticipation par les marchés d'une reprise de l'inflation en Europe, relativement aux Etats-Unis, qui minerait l'euro et conduirait à une nouvelle parité des pouvoirs d'achat avec le dollar, plus basse qu'il y a deux ou trois ans.

Mais on peut ajouter une troisième raison qui expliquerait la poursuite éventuelle de la dépréciation de l'euro. Lors de la réunification de l'Allemagne, plusieurs économistes avaient indiqué que le processus qui s'engageait allait avoir des conséquences importantes sur la valeur du mark. Dans la période de modernisation et restructuration de l'Allemagne de l'Est il faudrait y investir massivement. Les ressources en biens et services que l'Allemagne de l'Ouest avait l'habitude d'exporter vers l'étranger devraient désormais se diriger vers les nouveaux Landers. Ce qui impliquait que le mark s'apprécie, pour décourager les exportations et attirer des biens et services supplémentaires en provenance de l'étranger, pour répondre aux besoins nouveaux de la reconstruction. Cette phase devait durer, selon les estimations de dix à quinze ans. Une fois l'essentiel des nouveaux investissements effectués, les entreprises allemandes pourraient à nouveau exporter davantage de ressources, celles que n'exigeait plus la phase de transformation des nouveaux Landers. Or nous arrivons précisément à cette situation nouvelle.

Il est frappant de constater, comme l'a montré l'hebdomadaire *The Economist* la semaine dernière, que le cours de l'euro vis-à-vis du dollar est précisément revenu à son niveau de 1985, avant la réunification allemande, cours "virtuel" calculé pour l'époque précédant sa création à partir des devises composantes, celles des pays fondateurs. On observe en somme que l'euro s'est comporté comme le Deutsche mark, avant sa création et après. Ce n'est pas très étonnant

puisque le mark était de loin la plus importante devise internationale parmi toutes les monnaies réunies dans l'euro. C'est donc l'évolution de son prix sur les marchés des changes qui continue de constituer la composante fondamentale de celui de l'euro. Tout se passe donc comme si les autres monnaies nationales s'étaient "fondues" dans le DM. Cet "euro-DM" devait s'apprécier avec la réunification, puis se déprécier ensuite pour assurer l'équilibre de l'économie allemande. C'est ce qu'il a fait.

C'est en cela que l'euro est critiquable. Il résout peut-être les problèmes allemands mais ne correspond à aucune nécessité évidente pour la France, l'Espagne, ou le Portugal.

Comme nous l'avons très souvent écrit l'euro reste une mauvaise idée. Mais pas pour les raisons que l'on évoque actuellement.

JJR

Le Figaro économie, 29 septembre 2000