
Article 2 : Les failles originelles de l'euro, les espoirs déçus de l'euro.

Pour bien comprendre la crise de l'euro, il est crucial de revenir aux sources de la monnaie unique. Quel était le contexte politique et économique ? Quels étaient les motifs explicatifs de la création d'une Union économique et monétaire ? Quels étaient les espoirs que l'on portait sur l'euro ?

A partir de cette perspective, il sera alors plus facile d'analyser et de critiquer les gouvernements dans leur incapacité à prendre conscience des vices originels de l'euro.

La zone euro n'est pas une « zone monétaire optimale »

Avant de rentrer dans le vif du sujet, il est crucial de donner une définition précise de ce qu'est une zone monétaire optimale. Il s'agit d'une zone géographique où la résorption des déséquilibres provoqués par des chocs asymétriques est assurée par d'autres mécanismes que la manipulation des taux de change entre les régions de cette zone, qui sont par définition inexistantes puisque ces régions ont une seule monnaie¹. Autrement dit, une zone monétaire est qualifiée d'optimale s'il apparaît économiquement rationnel d'utiliser une même monnaie à l'intérieur de cette zone.

Les années qui précèdent l'introduction de la monnaie unique, ont permis d'engager des réflexions approfondies sur la pertinence de la zone euro au regard des critères qui permettent d'apprécier cette " optimalité ". Ainsi, à cette époque, il s'agissait de savoir à partir de quel moment ces onze pays initialement avaient intérêt à se lier entre eux par un système de changes fixes. Pour répondre à cette question majeure, il est crucial d'analyser les deux critères fondamentaux qui définissent une zone monétaire optimale. Et à travers le développement de ces derniers, nous verrons que la réponse à apporter ne vise pas uniquement que des enjeux purement économiques mais également politiques et historiques.

¹ Messiha J, *Souveraineté et zone monétaire optimale: construit, coïncidence ou causalité ?* , MODEM-Université de Paris X- Nanterre, 2001.

Une mobilité parfaite des facteurs travail et capital

Les deux mécanismes stabilisants qui conditionnent l'optimalité d'une zone monétaire ont été définis par Robert Mundell, économiste canadien, dans un article rédigé dans les années 1960. Le critère qu'il met en évidence est celui de la mobilité des facteurs entre les régions d'une Union monétaire. Il part de la théorie traditionnelle des avantages comparatifs conceptualisés par David Ricardo en 1803, pour ensuite remettre en cause l'une des hypothèses majeure de cette théorie, à savoir l'immobilité internationale des facteurs de production. Ainsi, Mundell en démontrant que la mobilité des facteurs est possible sur un plan international, considère que ce critère est une des conditions nécessaires pour constituer une zone monétaire optimale.

Il est donc possible à deux pays ou deux régions d'adopter une monnaie unique à condition qu'il existe d'autres mécanismes permettant de contrecarrer la perte de l'instrument du taux de change comme moyen de rétablir l'équilibre suite à un choc asymétrique. Par conséquent, si nous en sommes en présence d'une mobilité parfaite du facteur travail entre ces deux zones ou deux régions, le chômage découlant d'un choc asymétrique sur l'une des deux zones pourra se résorber par le fait que les chômeurs iront sans difficultés vers la zone où la croissance est la plus forte. Dans le cas d'une mobilité parfaite du facteur capital, ce dernier se doit d'aller des régions à épargne forte vers les régions à épargne faible, évitant ainsi les problèmes de financement.

La mise en place d'une union de transferts

Si ces mécanismes ne sont pas vérifiés, rétablir l'homogénéité d'une Union monétaire en présence de chocs asymétriques implique qu'il y ait une intégration fiscale. Cet autre critère permettant de définir une zone monétaire optimale a été proposé par H.G. Johnson en 1970². Il faut savoir que l'intégration fiscale se définit à travers la présence d'un mécanisme de stabilisation automatique des déséquilibres entre les régions³, c'est-à-dire que cela sous-tend la mise en place de transferts budgétaires entre les régions d'un Etat ou d'un Etat vers un autre Etat d'une même zone monétaire, transferts qui passent par le truchement d'un budget fédéral.

Le mécanisme est le suivant : Dans le cadre d'un choc asymétrique, la région A connaît une hausse spectaculaire de sa demande globale, son activité économique va donc se développer. Par conséquent, les impôts dont cette région s'acquitte au profit du budget fédéral vont croître tandis que le budget social de l'Etat va être moins sollicité en raison du faible nombre de chômeurs de la zone en expansion. Au contraire, la région B s'engage en phase de dépression, ce qui entraîne une diminution des revenus tandis que le chômage est en hausse. Sa contribution en matière d'impôts est donc plus faible mais en retour la région B perçoit un volume croissant d'allocations-chômage. Ainsi, le choc initial dit asymétrique va être compensé par les transferts fiscaux de la région B vers la région A. En effet, la demande de la

² H.G.Johnson, *Further Essays in Monetary Theory*, Harvard University Press, 1970.

³ Dévoluy M., *l'Europe Monétaire*, Hachette Supérieur, 1996.

région B va être revigorée par l'apport du budget fédéral alors que la demande de la région A, quant à elle, est macroéconomiquement freinée par l'accroissement des prélèvements. Finalement, le transfert budgétaire entre les régions A et B suppose un consensus politique à travers l'existence d'un véritable fédéralisme budgétaire. On constate qu'une forte intégration fiscale via un budget fédéral dit centralisé permet de réduire les effets d'un choc asymétrique. Dans le cadre d'une ZMO, l'intégration fiscale conditionne de fait l'existence d'un gouvernement fédéral.

De plus, l'effectivité de la réunion conjointe des critères de mobilité parfaite des facteurs de production et d'intégration fiscale implique que la zone régionale soit caractérisée par une unicité institutionnelle, linguistique, administrative, culturelle. En effet, la mobilité des travailleurs par exemple comme garantie de l'optimalité d'une zone monétaire n'est réellement parfaite que dans un cadre national. Ainsi, une zone monétaire optimale au sens de Mundell ne peut être qu'un Etat-nation souverain. Autrement dit, la monnaie n'est pas un voile, ce n'est pas qu'un moyen d'échange, au contraire de cette théorie néolibérale⁴, son acceptation et son application dans un espace donné suppose que le peuple de la dite zone partage également des éléments objectifs tels que la langue, la religion, une culture, une mémoire et une histoire commune. La monnaie est ainsi un élément qui renferme plusieurs dimensions, à savoir sociologique, politique, juridique et historique. En effet, la monnaie est un symbole fort d'une nation qui engendre croyance et confiance et en définitive, une conscience collective d'appartenance à un même système de valeur.

En somme, on constate qu'il n'est pas facile de faire fonctionner efficacement une zone monétaire. Il ne suffit pas d'unifier plusieurs zones par l'application d'une monnaie unique vue comme un simple instrument de compte, la monnaie est un élément complexe qui doit conserver toute sa charge historique, culturelle et souveraine. Ainsi, l'Union monétaire de plusieurs Etats pour se définir une ZMO doit requérir l'ensemble de ces éléments pour favoriser une parfaite mobilité des facteurs de production et pour rendre effective une intégration fiscale.

La monnaie comme objet social

Concernant, l'Union économique et monétaire, on peut légitimement se poser la question de l'effectivité de la zone euro en tant que ZMO. En effet, la mise en place de l'Union monétaire en Europe n'est pas la continuité d'une union politique organisée ex ante. Il s'agit en réalité de l'émergence volontariste d'une monnaie unique dans un espace géographique donné qui ne dispose pas encore d'une réalité politique. Ainsi, la zone euro n'est aucunement un espace géographique unifié par une même histoire, langue, culture et organisation institutionnelle. On observe que la zone euro est une création purement monétaire sans légitimité politique. Par delà ce constat, la démarche européenne va à contre rebours des exemples historiques sur les Unions monétaires dans la mesure où elle ne répond pas aux critères se situant en amont de l'économie. Ceux-ci portent sur des dimensions sociologique, politique, historique, tels que l'évolution démographique qui détermine la capacité d'une zone à exporter ses travailleurs en cas de chocs récessifs, ou encore la cohésion politique et sociale

⁴ Say J-B, *Traité d'économie politique ou simple exposition de la manière dont se forment, se distribuent et se composent les richesses*, 1ère éd., Crapelet, 1803.

de la zone⁵. Ainsi, les critères définissant une ZMO au sens de Mundell à savoir la mobilité des facteurs de production sont le résultat de la combinaison de l'ensemble de ces dimensions pré-citées. Autrement dit, l'introduction réelle d'une monnaie unique dans deux zones géographiques distinctes ne peut se faire qu'à partir du moment où celles-ci sont liées par une conscience collective nationale. En effet, l'Union politique est la condition sine qua non à la mise en place effective d'un fédéralisme budgétaire qui se traduit par des transferts budgétaires compensatoires entre la zone en croissance et la zone en récession. Ainsi, on observe que le transfert budgétaire n'est optimal que lorsque les deux zones en question forment une communauté politique unifiée. En somme, les critères contribuant à l'optimalité de la zone monétaire seront d'autant plus efficaces à corriger les déséquilibres issus des chocs asymétriques que la cohésion politique, sociale et culturelle de la zone sera grande. Finalement, au regard de l'hétérogénéité des dimensions politiques, sociales, culturelles, historiques qui caractérisent les 17 pays qui composent la zone euro, il paraît légitime de se poser la question de la pertinence d'une monnaie unique dans l'espace européen dans la mesure où cette dernière est loin d'être une zone monétaire optimale.

En effet, la zone euro n'étant pas un ensemble politique unifié par une conscience collective nationale⁶ ne peut disposer des leviers d'ajustement nécessaires pour absorber des chocs réels (croissance atone, hausse du chômage...) ou des chocs financiers (difficultés budgétaires, sortie de capitaux...) qui se cumulent aux asymétries structurelles. Ces mêmes leviers qui ne sont autres que les critères définissant une ZMO. L'absence de ces mécanismes stabilisants au sein de la zone euro est édifiante en ce sens où la mobilité internationale du travail est très faible et la mobilité du capital l'est aussi en périodes de crise comme l'atteste l'écartement soudain des spreads. Sans ces mécanismes, l'hétérogénéité entre les régions de la zone euro favorisée par la politique monétaire unique de la BCE s'aggrave. Pour corriger ces déséquilibres asymétriques, la zone euro ne dispose pas non plus d'une solidarité budgétaire⁷, ce qui pourrait à moyen terme menacer sa survie.

⁵ Messiha. J, *Zone Monétaire Optimale : une perspective démographique*, document de travail MODEM, 1999.

⁶ Ceci explique la faiblesse de la flexibilité des salaires, de la mobilité géographique et sectorielle du travail. La barrière de la langue reste un obstacle majeur, auquel il faut ajouter le fait que les systèmes de protection sociale, notamment l'assurance chômage, incitent moins à la mobilité géographique qu'aux États-Unis par exemple.

⁷ Le budget de l'U.E. est très petit (1,1 % du PIB) et n'est absolument pas contracyclique ; La clause de « no bail-out » du traité de Maastricht interdit en principe les aides entre pays.

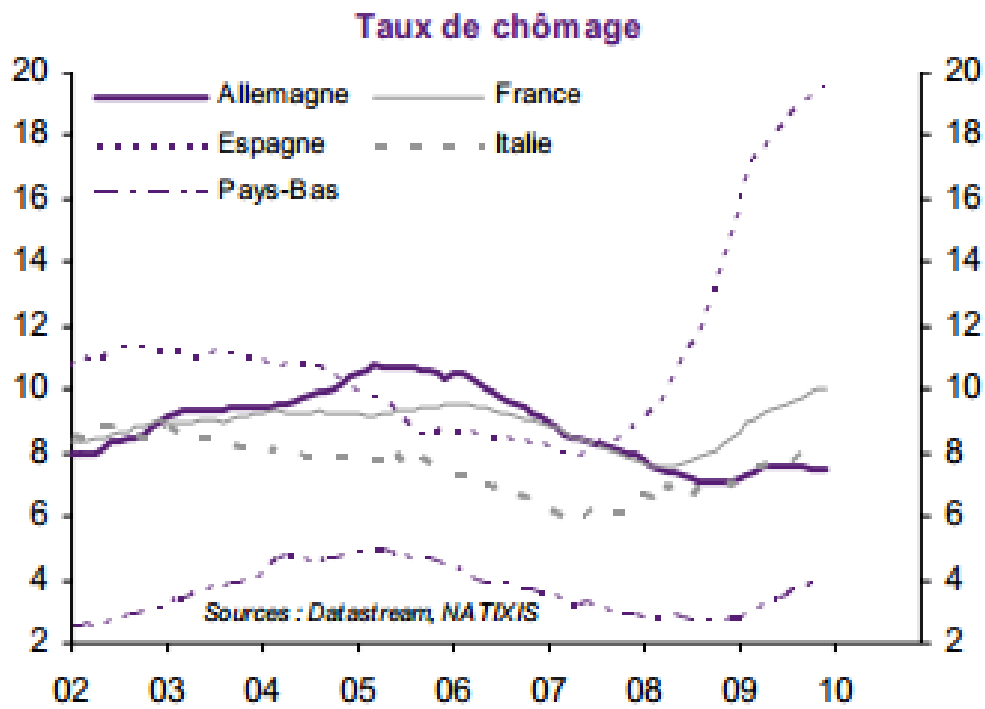


Figure : Ecartement du taux de chômage

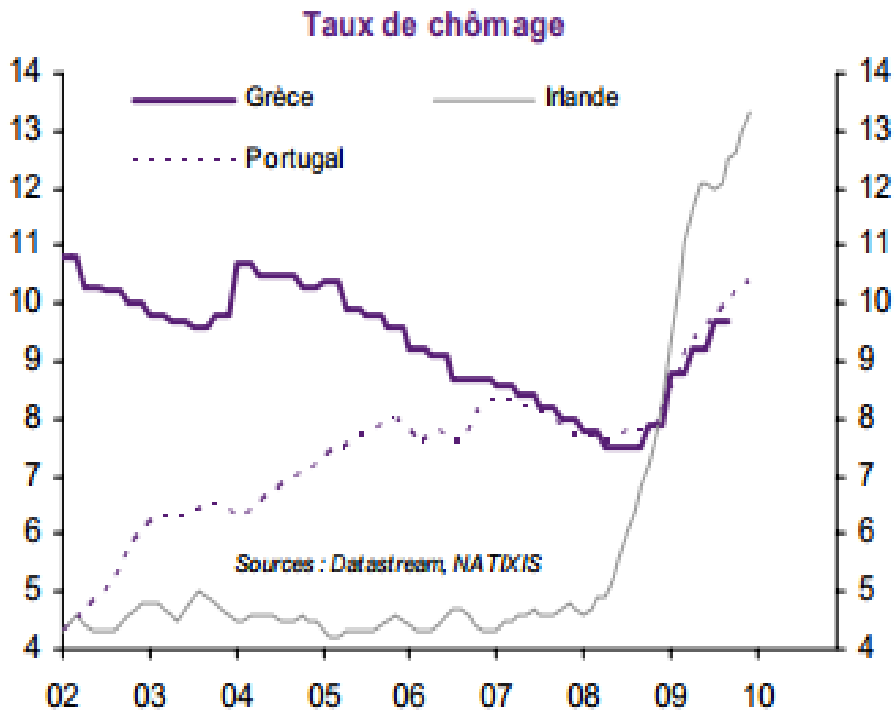
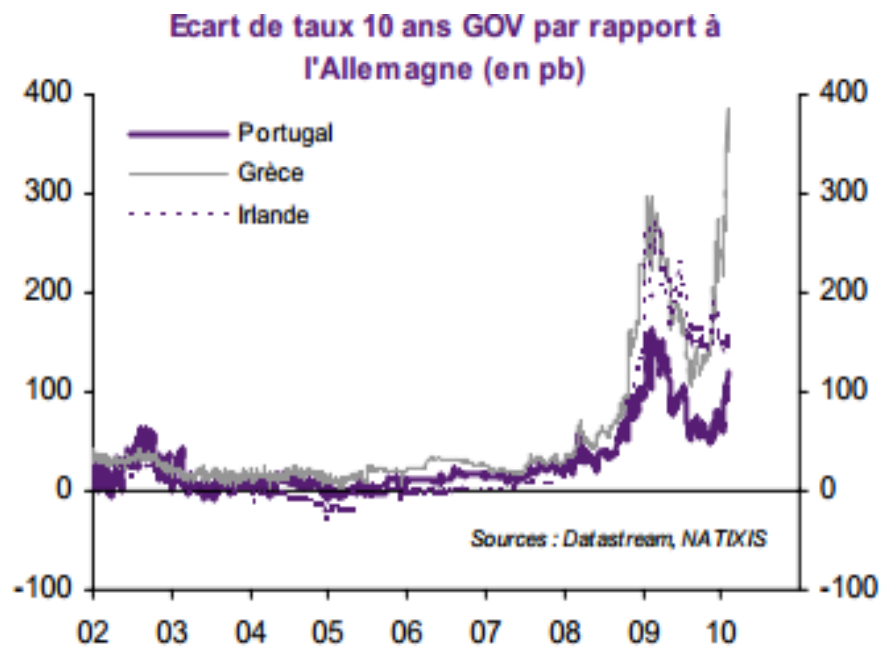
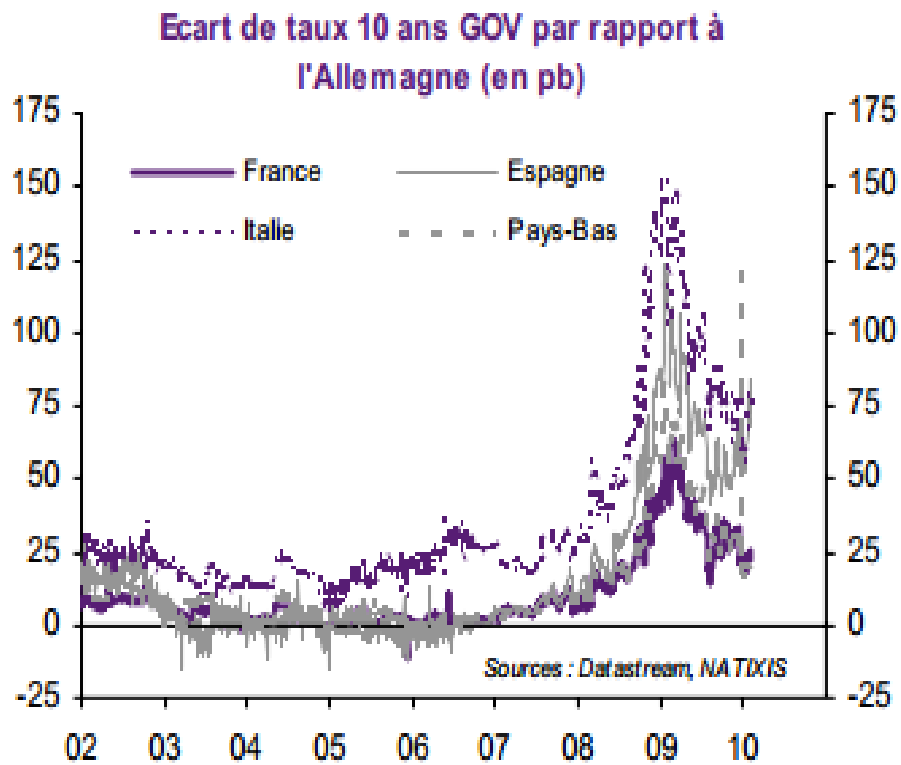


Figure : Ecartement du taux de chômage



Dans une zone de coopération monétaire avec des performances économiques hétérogènes, la perte de l'instrument monétaire à savoir le levier du taux de change doit être absolument compensée par une forte solidarité fiscale. Ce projet implique alors la mise en œuvre d'une union de transfert entre les pays de la zone euro, idée qui se heurte aux résistances des populations et des gouvernements⁸. Ainsi, la zone euro sans cette véritable union politique appuyée par un budget fédéral ne peut devenir une ZMO.

Aujourd'hui, la zone euro n'étant pas une ZMO par l'absence d'une communauté politique unifiée et démocratique, détient en elle tous les ingrédients de son futur échec en cas de choc récessif asymétrique et grave. Le traité de Lisbonne, signé le 13 décembre 2007 et entré en vigueur le 1^{er} décembre 2009, entérine la non-existence d'un gouvernement économique de la zone euro alors que les Etats membres de la dite zone ont accepté un transfert complet de souveraineté monétaire, donc de la fixation des taux d'intérêt et des taux de change, à la Banque centrale européenne. De plus, selon Christian Saint-Etienne : « *Il ne peut y avoir de divorce durable entre souveraineté monétaire et souveraineté politique. Tôt ou tard, la zone monétaire s'unifie politiquement, ou bien elle éclate* » et il ajoute qu'« *une zone monétaire ne peut se développer durablement sans respecter un certain nombre de conditions et de solidarité*⁹ ».

A travers cette analyse, il est important de retenir le processus de genèse des unions monétaires entre zones. L'histoire des unions monétaires nous enseigne que l'unification monétaire suit toujours l'union politique¹⁰. Ainsi, l'évaluation de la capacité d'une union monétaire à être une ZMO demande que l'on s'attache à d'autres disciplines que la science économique moderne. En effet, le phénomène monétaire est un construit pluridisciplinaire et c'est la raison pour laquelle il est prépondérant de s'intéresser aux dimensions qui légitiment son apparition et sa généralisation. Autrement dit, l'économie étudie la monnaie dans ses aspects matériels et quantifiables mais également, selon le mot de Leroy-Beaulieu : « *le rapport que l'Homme entretient avec la monnaie*¹¹ ». Finalement, on constate que le concept monétaire en tant qu'objet social est intrinsèquement lié à l'Homme. De fait, la conception d'une union monétaire pour être optimale exige une étude combinée de la science politique, de l'histoire et en définitive de l'économie.

⁸ Jacques Sapir, *Faut-il sortir de l'euro*: Seuil, Paris, 2012, p.42.

⁹ Christian Saint-Etienne, *La fin de l'euro*, François Bourin Editeur, Paris, 2011 p.18.

¹⁰ Emmanuel Todd, *L'Illusion Economique*, Gallimard, 1998.

¹¹ Messiha J, *Souveraineté et zone monétaire optimale: construit, coïncidence ou causalité ?*, MODEM-Université de Paris X- Nanterre, 2001.

L'euro, un cadeau empoisonné pour l'emploi et le pouvoir d'achat

La création de la monnaie unique n'a de sens que dans un univers où domine la liberté de mouvements des capitaux et ce sont les raisons qui ont conduit à cette dernière qu'il conviendrait de questionner. Ainsi, avant de mettre en évidence les différents facteurs explicatifs de l'échec de l'euro en tant qu'instrument accélérateur de la croissance économique et protecteur des salaires des travailleurs, il convient de revenir brièvement sur une des raisons principales qui a motivé le passage à la monnaie unique.

La transition vers la monnaie unique, un enjeu politique crucial en Allemagne

Dans les années 1990, lors de l'élaboration de l'UEM, l'Allemagne est confrontée à un problème démographique. L'effondrement de la démographie allemande indique les difficultés que rencontre l'Allemagne à renouveler ses générations. Le taux de fécondité qui était encore de 2,03 dans les années 1970, était tombé en 1990 à 1,45¹². De fait, le versement des retraites futures allait dépendre plus largement encore de la richesse accumulée et capitalisée. Pour cela, il faut limiter tout prélèvement extérieur sur la richesse nationale puisque la thésaurisation de cette dernière doit servir à payer les retraites futures des Allemands. Ceci explique largement le refus catégorique de ces derniers à la mise en place d'une union de transfert. De plus, il faut sécuriser la valeur patrimoniale de l'épargne future de la population allemande. Autrement dit, les revenus du présent doit être placés de la manière la plus stratégique afin de dégager dans le futur une rente conséquente. Pour atteindre cet objectif, le Chancelier Helmut Kohl revendique la libéralisation des capitaux au cours de la période du SME et lors de l'élaboration de l'UEM. En effet, l'enjeu de la crise démographique en Allemagne engendre un tournant vers une financiarisation accélérée de son économie.

Cette libéralisation à outrance a laissé cours au jeu de la spéculation qui a notamment sonné le glas du SME. Cet échec a permis d'accélérer la transition vers l'UEM qui permettrait de supprimer tout risque de change et d'asseoir comme critère central la stabilité monétaire. Ainsi, l'Allemagne a donc créé le cadre dans lequel s'engouffra la spéculation afin de pouvoir ainsi justifier de sa demande ultérieure de création d'une monnaie unique. Et elle a récidivé en insistant pour que la liberté totale des capitaux soit inscrite dans le traité de Lisbonne (art 63), qu'il s'agisse des mouvements hors de l'Union européenne ou dans son sein. L'échec du SME n'est donc nullement technique, mais il est fondamentalement le produit d'une volonté politique. Tout s'est passé comme si l'Allemagne avait voulu, par les limites qu'elle imposa au SME, rendre attractive uniquement l'idée de la monnaie unique¹³.

¹² Jacques Sapir, *Faut-il sortir de l'euro*: Seuil, Paris, 2012, p.30.

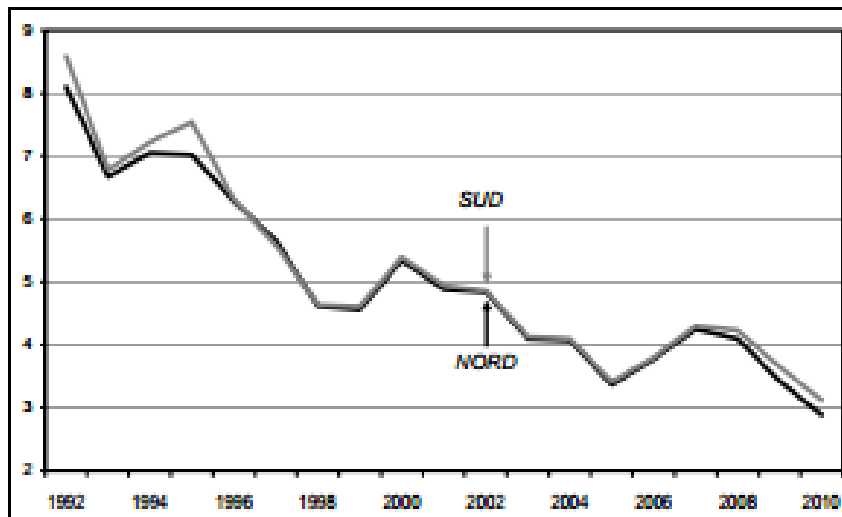
¹³ Jacques Sapir, *Faut-il sortir de l'euro*: Seuil, Paris, 2012, p.28-29.

Le traité de Maastricht de 1992 et en particulier les critères de convergence ont été largement influencés par la conception monétaire de la Bundesbank. Ceci n'est pas surprenant car l'Allemagne veut faire de l'euro, une monnaie stable et forte dans un espace où l'inflation reste très limitée. Pour atteindre cet objectif, la BCE détermine un taux d'intérêt assez élevé à la fois pour lutter contre l'inflation et pour concurrencer le dollar. Par cette politique de taux, le flux de capitaux devient important ce qui engendre automatiquement une appréciation de l'euro par rapport aux autres devises et en particulier au dollar. Au nom de l'euro « fort », et conformément aux traités, puisque l'objectif prioritaire est la stabilité des prix, la politique monétaire menée par la BCE accélérera la destruction d'emplois et l'insécurité de la condition salariale.

L'inadéquation de la politique monétaire de la BCE aux économies européennes entrave la croissance économique dans la zone euro

Initialement, l'objectif d'une Union économique entre pays à niveaux de développement différents est a priori de conduire à une forme d'harmonisation et de convergence. Ce processus de rattrapage implique une croissance plus rapide des pays moins développés, qui s'accompagne en général d'un taux d'inflation plus élevé. Cet énoncé contient d'ailleurs une contradiction originelle de la voie choisie : comment concilier l'objectif de convergence qui s'accompagne de taux d'inflation différenciés et la mise en place d'une monnaie unique, qui suppose implicitement la convergence de ces taux d'inflation¹⁴ ? Ce processus de convergence favorisé par la libéralisation des capitaux, démarre par une réduction des écarts entre les taux d'intérêt payés par les différents pays sur leur dette et les taux allemands. La mise en œuvre de l'euro a permis ainsi aux autres pays membres de bénéficier des taux d'intérêt très bas de l'Allemagne. On parle d'abord d'une convergence des taux d'intérêt.

taux d'intérêt nominal



<http://hussonet.free.fr/eceurow.pdf>

¹⁴ <http://hussonet.free.fr/eceurow.pdf>

Cependant, cette convergence des taux d'intérêt nominaux a entraîné une évolution divergente du taux d'inflation des pays membres dans la mesure où ces derniers disposent d'une marge de développement économique plus ou moins importante. Autrement dit, plus la propension d'un pays à développer son activité économique est grande plus son taux d'inflation sera important. Le travail de Christian Conrad et Menelaos Karanasos montre que l'hétérogénéité des systèmes productifs et des structures sociales se reflète dans les dynamiques monétaires. Dans le cas de l'inflation, celle-ci renvoie plus aux problèmes de structure de l'appareil productif, que l'on peut mesurer par le rythme et le niveau des gains de productivité ou par l'écart entre les besoins réels en investissement et l'investissement réalisé¹⁵. On constate alors que l'hétérogénéité des modèles de développement économique entre les pays membres de la zone euro est à l'origine des divergences des taux d'inflation. En effet, la nature de la réaction d'une économie à la politique monétaire dépend de ses structures et de ses institutions, autrement dit de ce qui constitue son individualité. On parle alors d'inflation structurelle¹⁶. Ainsi, si l'inflation dépend, au moins pour une large part, des facteurs structurels, comment peut-on imposer un taux d'inflation unique à des économies ayant des structures différentes ? Par ailleurs, quel sens cela a-t-il de se fixer le taux d'inflation le plus faible possible ? Cela imposerait à certains pays un taux d'inflation inférieur à leur taux structurel et, par conséquent, pénaliserait leur croissance.

Conséquemment à ces remarques, il apparaît que l'individualité des systèmes économiques et sociaux, qui est le produit des histoires nationales dans lesquelles ces systèmes s'inscrivent, est un facteur essentiel pour toute approche de la politique monétaire¹⁷. La divergence des taux d'inflation dit structurelle remet en cause l'objectif central de la BCE à savoir l'imposition d'un taux d'inflation unique et minimum au sein de la zone euro. Par conséquent, la détermination du taux d'intérêt nominal par la Banque centrale dans sa lutte contre l'inflation ne peut être adaptée parfaitement à la dynamique économique des pays membres. Cette inadéquation de la politique monétaire engendre ainsi une divergence croissante des politiques économiques au sein de la zone euro avec des écarts considérables d'évolution économique. Effectivement, le niveau élevé du taux d'intérêt nominal déterminé par la BCE engendrera des dynamiques économiques différentes dans la mesure où les écarts de taux d'inflation structurelle se maintiennent, voire s'accroissent. Le niveau d'inflation plus élevé dans les pays du Sud de la zone euro (Espagne, Grèce, Portugal) et en Irlande a permis à ces pays de maintenir des niveaux faibles de taux d'intérêt réels, très proches des pays de référence à savoir l'Allemagne et la France.

¹⁵ Jacques Sapir, *Faut-il sortir de l'euro*: Seuil, Paris, 2012, p.57.

¹⁶ *Ibid.*

¹⁷ *Ibid.* p.57-58

Dossier : L'A-venir de la zone euro
Les failles originelles de l'euro, les espoirs déçus de l'euro

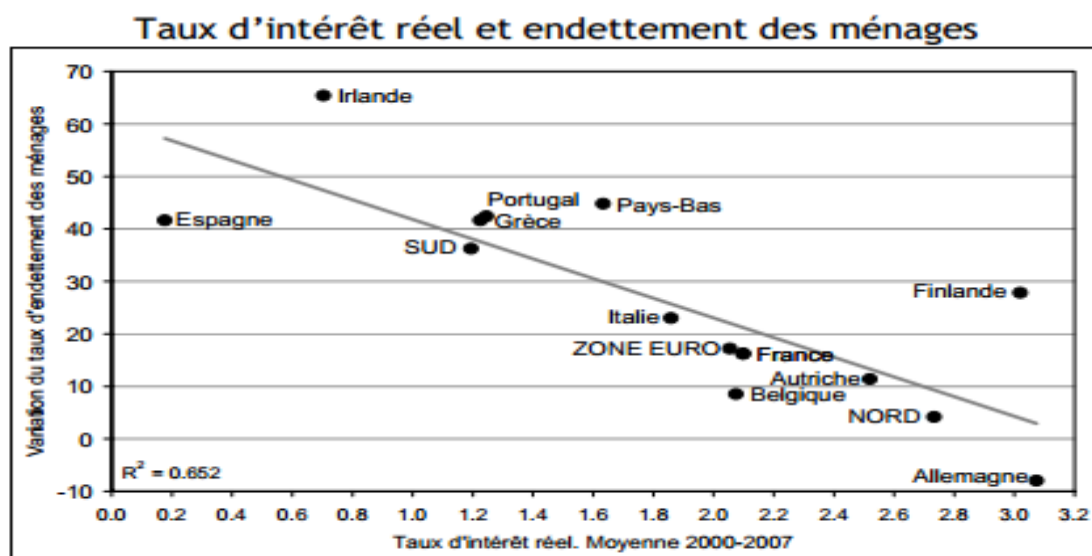
R. Millet, & E. Dieu. (2012). Revue Européenne de Psychologie et de Droit.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zone euro	1,2	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6
Belgique	1,1	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0	2,3
Allemagne	0,6	1,4	1,9	1,4	1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2
Estonie	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7
Irlande	2,5	5,3	4	4,7	4	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6
Grèce	2,1	2,9	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7
Espagne	2,2	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2
France	0,6	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7
Italie	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8	1,6
Chypre	1,1	4,9	2	2,8	4	1,9	2	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6
Luxembourg	1	3,8	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3	2,7	4,1	0	2,8
Malte	2,3	3	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2
Pays-Bas	2	2,3	5,1	3,9	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1	0,9
Autriche	0,5	2	2,3	1,7	1,3	2	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7
Portugal	2,2	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4
Slovénie	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	0,9	2,1
Slovaquie	10,4	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7
Finlande	1,3	2,9	2,7	2	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7
Moyenne	2,27	3,74	3,49	3,03	2,85	2,57	2,43	2,57	2,45	4,08	0,42	1,80
Écart-types	2,34	2,66	1,91	1,44	1,79	1,43	0,80	0,85	1,23	1,76	0,84	1,19

Source : Eurostat,

Taux d'inflation en (%)

Ainsi, entre 2000 et 2007, le taux d'intérêt réel a été ainsi en moyenne de 2,7 % dans les pays du Nord, mais de 1,2 % seulement dans les pays du Sud. Ces faibles taux d'intérêt ont conduit à une forte progression du taux d'endettement des ménages, de 36 % au Sud, contre seulement 4 % au Nord. On souligne que le niveau faible du taux d'intérêt réel favorise la croissance de l'endettement, en particulier celui des ménages.



<http://hussonet.free.fr/eceurow.pdf>

Par exemple, le développement économique de l'Espagne du début des années 2000 jusqu'à 2008 a été le fruit d'une croissance portée virtuellement par la formation d'une bulle immobilière financée par un endettement privé excessif. Dans ce pays, la dette des ménages est passée de 70% à 140% de leur revenu disponible entre 1999 et 2008¹⁸. De plus, le niveau du taux d'intérêt nominal fixé par la BCE en engendrant une appréciation continue de l'euro par rapport au dollar a favorisé le creusement du déficit de la balance courante des pays de la zone Sud. Autrement dit, cette politique de l'euro " fort " qui attire massivement les capitaux au sein de la zone euro entrave la compétitivité des pays membres dits exportateurs. Il faut savoir que la mesure de la compétitivité d'une économie se mesure par le taux de change réel qui prend en compte l'évolution des prix locaux et étrangers. L'appréciation réelle de l'euro est la conséquence de son appréciation nominale qui résulte quant à elle d'un niveau de taux d'intérêt nominal élevé, et également du différentiel d'inflation entre le pays exportateur et importateur. En effet, la persistance d'un niveau d'inflation élevé entre 2001 et 2007 pour ces pays (Espagne, Portugal, Irlande, Grèce) a conduit, compte tenu de l'uniformité du taux de change nominal, l'euro à s'apprécier en termes réels vis-à-vis du dollar et des autres devises. Cette appréciation en termes réels du change a eu pour conséquence une perte de compétitivité sur le plan international pour ces pays.

Ainsi, depuis le début des années 2000, on observe que l'euro est surévalué par rapport aux autres devises ce qui limite les capacités d'exportation de l'industrie des pays Sud de la zone euro et de l'Irlande. Jusqu'en 2007-2008, les pays du Sud et l'Irlande ont su trouver une contrepartie à cette perte de compétitivité à travers un modèle de croissance virtuel basé à partir d'un surendettement et d'une dévaluation interne. Néanmoins, tous les pays qui ont « joué le jeu » de la politique monétaire imposée par la monnaie unique et qui n'ont pas cherché à doper leur croissance par des artifices dangereux comme en Espagne ou en Grèce, soit l'Allemagne mais aussi la France et l'Italie, ont connu une croissance plus faible que la moyenne de la zone euro.

Concernant les pays du Nord de la zone euro, la politique monétaire de la BCE freine fortement leur activité économique. L'Allemagne, l'Autriche et les Pays-Bas affichent des taux d'inflation moins importants, c'est la raison pour laquelle le taux d'intérêt réel reste à un niveau très élevé par rapport au rythme de leur dynamisme économique. Il apparaît que l'on peut faire le même constat pour la France ainsi que pour l'Italie. De fait, le faible taux de croissance de ces pays s'explique par un taux d'intérêt nominal bien trop élevé engendrant du même coup un taux d'inflation inférieur à leur taux d'inflation structurelle. Cet écart pénalise leur croissance économique dans la mesure où cette politique monétaire restrictive freine les capacités de développement économique de chaque pays. Face à cette politique monétaire inadaptée, les conséquences économiques diffèrent selon les pays membres. Ainsi, il est important d'opposer ces pays au regard du niveau de leur balance courante. En effet, l'appréciation nominale de l'euro explique largement la hausse du déficit commercial de la France et de l'Italie. La part de la France dans les exportations mondiales de biens et de services est tombée de 5,6% en 1998 à 3,8% en 2008, soit une chute de 32%¹⁹. Alors que l'Allemagne et les autres pays du Nord de la zone euro affichent des excédents commerciaux conséquents.

¹⁸ Christian Saint-Etienne, *La fin de l'euro*, François Bourin Editeur, Paris, 2011, p.23.

¹⁹ Christian Saint-Etienne, *La fin de l'euro*, François Bourin Editeur, Paris, 2011, p.27-28.

Face à cette politique monétaire, l'Allemagne afin de dynamiser une croissance économique atone, a entrepris d'engager un processus de désinflation salariale. L'Allemagne par une politique commerciale non coopérative, a ainsi délibérément déprimé la croissance de son marché intérieur afin de transférer vers les exportations une partie de sa croissance tout en réduisant fortement ses importations. Ce sont donc les autres économies, dont l'économie française en particulier, qui ont stimulé la croissance de l'Allemagne, mais au prix d'un important déficit commercial avec ce dit pays. Finalement, on observe que la politique monétaire menée par la BCE a entraîné une divergence totale des conjonctures économiques au sein de la zone euro. Dans le cadre d'un choc asymétrique tel que la crise financière de 2008, on constate une amplification de l'hétérogénéité des structures économiques au sein de la zone euro. Les pays de la zone sud ne bénéficient plus de la convergence des taux d'intérêt, connaissent une explosion de la bulle immobilière, une hausse corrélée de leur déficit public et de leur dette publique et d'une croissance économique qui ne cesse de s'essouffler. Alors que les pays du Nord, comme l'Allemagne, continuent d'afficher une croissance économique acceptable à travers le dynamisme de leurs exportations. Quant à la France et à l'Italie, ils souffrent toujours autant de la politique de l'euro " fort ", n'ayant plus la possibilité d'utiliser le levier de la dévaluation compétitive, doivent ainsi s'endetter afin de stimuler leur croissance économique.

Pour mieux observer les effets néfastes de l'euro sur la croissance économique, il apparaît judicieux de comparer les taux de croissance de la zone euro et ceux des autres pays développés situés dans l'Union européenne et hors Union européenne. On s'aperçoit que la croissance économique a été constamment plus faible dans la zone euro que dans les autres pays, que cela soit pendant la période qui précède la crise que pendant celle marquée par la crise financière et économique. La zone euro n'étant pas une zone monétaire optimale, elle ne peut absorber les chocs asymétriques via les différents facteurs stabilisants. Par conséquent, au regard de l'hétérogénéité des modèles de croissance des pays membres de la zone euro, la mise en place d'une politique monétaire unique s'est avérée être une erreur fondamentale dans la mesure où elle entrave largement le développement économique de ces derniers. L'inadéquation du taux d'intérêt et du taux de change nominaux aux structures économiques de chaque pays membre a freiné la croissance du PIB dans le secteur marchand, et donc la création d'emplois.

Pour atteindre les objectifs de croissance assignés initialement à la monnaie unique, il aurait fallu fixer un taux d'intérêt nominal bien plus élevé aux pays de la zone sud de la zone euro afin d'obtenir un taux d'inflation structurelle moins important. Par conséquent, le taux d'intérêt réel aurait été assez élevé pour éviter toute surchauffe de l'économie qui se caractérise par la création d'une bulle immobilière ou par une hausse exponentielle de l'endettement. De plus, le niveau du taux d'intérêt nominal est également optimal lorsqu'il permet de définir le "bon" niveau du taux de change nominal, qui autorise sur la longue période un taux de change réel garantissant l'équilibre externe, c'est-à-dire une balance courante équilibrée. Il faut savoir que l'évolution du "bon" taux change nominal sur la longue période dépend du différentiel d'inflation et du différentiel de productivité. Ainsi, on comprend bien que l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, le Portugal auraient pu éviter ces chocs asymétriques dès 2008 à partir d'une politique monétaire plus adaptée au rythme de leur activité économique. Alors que pour les autres pays membres de la zone euro (pays du Nord, France et Italie) qui ne présentent pas un taux élevé d'inflation, une baisse du taux d'intérêt nominal aurait dû s'engager afin de disposer d'un taux d'intérêt réel encore plus bas. Ce dit taux permettrait de verser une masse de liquidité plus importante dans l'économie afin de la

stimuler et de recouvrer une plus forte croissance économique. Par de là cette politique monétaire dite expansionniste calquée sur le modèle américain, le taux d'inflation structurelle qui en résulterait serait plus important mais surtout coïnciderait pleinement au rythme normal de l'évolution économique de ces pays.

L'introduction de la monnaie unique s'est accompagnée d'une croissance économique atone qui s'explique largement par l'application d'une politique monétaire unique dans un espace où les économies sont totalement hétérogènes. Ainsi, les politiques de taux d'intérêt et de change en étant inefficaces ont accéléré le processus de différenciation fondés sur les écarts de productivité et de coût salarial réel entre pays membres de la zone euro.

La désinflation salariale, solution faussement idéale face à une politique monétaire inefficace

Depuis l'introduction de la monnaie unique, les pays membres ont perdu un levier d'action essentiel à savoir l'ajustement par le taux de change. Ce dernier est fondamental lorsqu'un pays connaît un choc externe. A travers, la dévaluation de sa monnaie, il pourra retrouver rapidement de la compétitivité sur le plan international et par delà recouvrer un dynamisme économique fort et stable. En l'absence de cet instrument prépondérant, les pays membres de la zone euro doivent suivre des voies nouvelles afin de rester compétitifs et dans un cycle vertueux de croissance. Pour cela, ces derniers ont décidé d'améliorer leur " compétitivité-coût ", à travers une baisse importante des salaires. Face à une politique monétaire inadaptée, l'ensemble des pays de la zone euro ont engagé un processus lourd de désinflation salariale. Pour mesurer cette pression considérable qui a été exercée sur les salaires de la zone euro, on peut utiliser les « coûts unitaires de la main d'œuvre ». L'indice du coût de la main-d'œuvre résulte du calcul du coût moyen de la main d'œuvre par unité produite²⁰.

Il faut savoir qu'entre 1999 et 2009, les coûts unitaires de la main d'œuvre (CUMO) au sein de la zone euro, n'ont augmenté, en moyenne annuelle pour l'ensemble des secteurs économiques, que de 1,8 %. Alors que le taux d'inflation sur la même période a été de + 2 %. Ainsi, on constate que les pays de la zone euro ont connu une progression modeste des coûts unitaires de la main d'œuvre, inférieure au rythme de l'inflation, occasionnant ainsi une perte moyenne annuelle du pouvoir d'achat de 0,2 %.

Pour se rendre compte parfaitement de la réduction généralisée des salaires au sein des pays membres de la zone euro, il est judicieux de connaître le rythme de progression des coûts unitaires de la main d'œuvre avant l'euro. Entre 1971 et 1998 inclus, les coûts unitaires de la main-d'œuvre des pays qui sont aujourd'hui dans la zone euro avaient progressé en moyenne annuelle de 5 %. Contre 1,8 % depuis l'introduction de la monnaie unique. Certains pays connaissent un ralentissement plus prononcé de la progression des coûts unitaires de la main d'œuvre. C'est le cas de la Grèce qui passe de + 15,5 % à + 3,1 %, ou encore de l'Espagne qui passe de + 10 % à + 2,9 %²¹.

²⁰ Jacques Nikonoff, *Sortons de l'euro ! Restituer la souveraineté monétaire au peuple*, Mille et une nuits, Paris, 2011, p.63.

²¹ *Ibid.* p.66.

De plus, il est également important de comparer ces statistiques à celles des pays de l'Union européenne qui ont refusé d'entrer dans la zone euro. On observe qu'entre 1999 et 2009, le Royaume-Uni, la Suède et le Danemark affichent des coûts réels plus importants et ainsi de meilleurs résultats quant au pouvoir d'achat de leurs salariés. Ils affichent un différentiel positif compris entre 0,2 et 0,9 %²². Nous constatons que l'euro est l'ennemi juré des salaires, un cadeau empoisonné pour le pouvoir d'achat, un " briseur " du niveau de vie des classes populaires et moyennes. Ce constat pathétique est le résultat d'une politique monétaire suicidaire menée par la BCE poussant des pays de la zone comme l'Allemagne qui sont en excédent commercial, ou qu'il s'agisse des pays qui, comme la France, sont en déficit commercial à la compression des salaires. L'ensemble des pays de la zone euro sont contraints d'entreprendre un processus de dévaluation interne soit pour maintenir leur avantage compétitif, c'est le cas de l'Allemagne et des pays de l'ancienne zone mark, soit pour retrouver une compétitivité perdue, c'est le cas de la France et de l'ensemble des pays de la zone Sud de la zone euro. Ces derniers affichant un déficit abyssal de leur balance courante doivent se financer auprès des marchés financiers qui attendent que ces Etats honorent leurs engagements. Cependant, ces dits Etats doivent dégager un jour ou l'autre des excédents commerciaux afin de pouvoir rembourser leurs crédettes, réduire le déficit primaire et freiner la spirale de l'endettement. Mais pour parvenir à cette situation, ils ne peuvent plus dévaluer leur monnaie dans le cadre de la monnaie unique. Ainsi, le seul chemin qui vaille est la compression du marché intérieur d'une part pour diminuer les importations en faisant pression sur les salaires, par le chômage notamment et d'autre part pour améliorer la compétitivité-coût. Ce processus dans lequel les salariés sont la variable d'ajustement permettra d'augmenter les exportations à un niveau qui annulera le déficit de la balance courante.

Cette machine infernale est un cercle vicieux où la récession est permanente, et où le chômage de masse deviendra la règle d'or. Actuellement, les pays qui affichent une balance courante déficitaire réduisent les salaires mais n'ont pas encore engagé totalement cette course poursuite, à la différence du voisin allemand. Par conséquent, ils affichent des dettes publiques et privées importantes afin de maintenir une demande intérieure dynamique et un taux de croissance peu différent de la moyenne de la zone euro. Mais, s'ils s'engagent à copier le modèle allemand de désinflation salariale alors l'ensemble de la zone euro rentrera dans ce cercle vicieux récessionniste qui sonnera le glas de l'existence même de la zone euro. Finalement, il apparaît au grand jour que l'euro n'est ni la source de croissance tant attendue ni le moteur qui augmente les salaires des travailleurs. Alors que la monnaie unique, présentée il y a dix ans par les tenants de l'eurolibéralisme, se devait d'embellir les situations économiques et sociales des pays membres de la zone euro. Autrement dit, elle devait entreprendre un nivellement par le haut. Mais, au contraire, on s'aperçoit que tout ce beau descriptif n'est qu'illusion.

Enfin, la monnaie unique est en réalité un cadeau empoisonné qui ne fait qu'aggraver les différences et profite avant tout à une minorité, celle des rentiers et des spéculateurs. En effet, la politique de la BCE en se traduisant par une politique de taux de change élevés, appuyée sur des taux d'intérêt supérieurs à ceux des Etats-Unis, a soutenu le rôle de l'euro comme le vecteur permettant la libre circulation des capitaux. Ainsi, la monnaie unique en favorisant la mise en œuvre du processus de libéralisation des mouvements de capitaux et de financiarisation, a offert la zone euro comme " cadeau d'anniversaire " aux spéculateurs véreux afin qu'ils disposent de nouveaux espaces pour accumuler des bénéfices.

²² *Ibid.* p.67

L'euro, un appât idéal pour la spéculation

Après l'échec du SME pris dans la tourmente impétueuse de la spéculation, les promoteurs de la monnaie unique présentait la zone euro comme un havre de stabilité monétaire. En effet, le passage à l'euro en supprimant tout risque de change interdit aux spéculateurs sans scrupules de jouer avec le cours des monnaies. On constate que les fondateurs de l'euro ont bien compris que face à une libéralisation à outrance des capitaux, la mise en place d'un taux de change flottant entre les monnaies nationales à l'échelle européenne pouvait être désastreuse pour l'état des économies. Ainsi pour tracer un trait définitif sur les événements de 1992 et 1993 qui ont sonné le glas du SME, il fallait ne laisser aucune marge de manœuvre à la spéculation. Pour atteindre cet objectif judicieux à l'époque, l'introduction d'une monnaie unique paraissait être l'antidote inespéré pour immuniser les pays européens contre la spéculation internationale. L'objectif de stabilité monétaire assigné à l'euro via les critères de convergence se devait notamment d'enrayer ce fléau. De plus, le passage à la monnaie unique devait également favoriser un développement économique uniforme dans l'ensemble de la zone euro. Par delà cette convergence des situations économiques, les spéculateurs ne pouvaient trouver le terrain de jeux idéal pour s'amuser à la tirelire. Cependant, cet argumentaire dithyrambique sur les vertus de l'euro pour combattre ce " mal " issu de la déréglementation financière, va être très rapidement remis en cause par les réalités du système monétaire international et par la divergence des taux d'intérêt à long terme.

La manipulation du cours de l'euro, point d'ancrage d'une stratégie mondiale organisée par les sphères économique et financière

Tout d'abord, il est légitime de constater que l'euro a bien supprimé les risques de change entre les monnaies nationales de certains pays à l'échelle européenne. Mais, il est vrai aussi d'observer que l'euro n'a pas enrayer pour autant la spéculation sur les taux de change puisque maintenant c'est la monnaie unique elle-même qui doit affronter les coups de boutoir de la spéculation. En effet, depuis le début des années 2000, l'euro est le jouet des acteurs économiques et financiers en occupant le statut de variable d'ajustement au sein du système monétaire international. Le cours de l'euro résulte à la fois du comportement des banques centrales et des investisseurs institutionnels qui décident d'acheter et de revendre selon les conditions changeantes du marché. Par exemple, la Fed (la réserve fédérale américaine) c'est le pendant de notre BCE, détermine un très faible taux d'intérêt directeur afin de déprécier le dollar par rapport à la monnaie unique. Elle a décidé de maintenir un taux avoisinant 0,25% jusqu'en 2013, alors que la BCE n'a que très récemment baissé son taux directeur à 1%. Parallèlement, la FED a également racheté massivement de la dette américaine par sa politique de « quantitative easing ». Enfin, le niveau de la dette extérieure des Etats-Unis qui se situe au dessus des moyennes de la zone euro est aussi considéré comme l'un des facteurs fragilisant le dollar et faisant ainsi grimper la monnaie unique.

La Banque populaire de Chine influence également la valeur de l'euro en décidant de la valeur du yuan par rapport au dollar à partir de l'utilisation de ses 2 000 milliards de dollars de réserves de change.

Quant aux investisseurs institutionnels appelés aussi " zinzins " (Fonds de pension, hedge funds ...) en jouant à la baisse comme à la hausse sur l'euro à partir de sommes mirobolantes, contribuent fortement à la volatilité du cours de l'euro et donc de son taux de change par rapport au dollar et aux autres devises internationales. On observe alors que la BCE n'existe pas pour la détermination de son propre taux de change. Ce statut ne peut-être celui d'une monnaie internationale de référence qui se devait initialement de concurrencer le dollar américain. Ainsi, cette manipulation à outrance de l'euro accroît dangereusement la volatilité de sa valeur qui est alors montée jusqu'à 1,60 dollar au début de l'été 2008, alors que son taux d'équilibre est généralement évalué entre 1 et 1,15 dollar. D'une manière générale, l'euro a eu tendance à s'apprécier vis-à-vis du dollar, passant de 1,06 en 1999 et même à 0,83 à la fin de l'année 2000, à 1,32 en 2010 et pour finir à 1,39 en 2011, en moyenne. Un pic a été atteint en 2008 avec 1,59 dollar²³.

Les taux d'intérêt à long terme, nouvelle cible des marchés financiers

Ensuite, il faut savoir que le processus de convergence des taux d'intérêt nominaux engendré par l'introduction de la monnaie unique ne pouvait s'accompagner d'un respect stricto-sensu du pacte de stabilité et de croissance par les pays membres de la zone euro. Cette dérive comme on l'a démontré plus haut, est le résultat d'une politique monétaire unique appliquée à des situations économiques dissemblables. On observe alors que le niveau de taux d'intérêt et de taux de change engage au contraire un processus conséquent de différenciation des fondamentaux macroéconomiques au sein de la zone euro²⁴. Ainsi, certains pays afin de stimuler leur croissance économique doivent passer outre le respect des critères de Maastricht dans la mesure où ces derniers connaissent un déficit important de compétitivité²⁵. Le déficit abyssal de la balance courante de certains pays membres s'explique largement par une surévaluation de l'euro par rapport aux devises internationales et principalement par rapport au dollar. L'appréciation de l'euro au regard de l'hétérogénéité des économies de la zone euro est un facteur important d'instabilité de la monnaie unique.

A travers cette politique monétaire désastreuse menée par la BCE, les pays membres se sont fragilisés et deviennent très vulnérables en cas de chocs asymétriques. En effet, l'absence d'optimalité va être fatale à la zone euro lorsque la crise financière de 2008 exposera au grand jour les failles du système. La crise des Subprimes et plus précisément la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, va remettre en cause les pseudos avantages d'une convergence des taux d'intérêt pour des économies hétérogènes. La chute de cette grande banque américaine qui a suivi celle de la banque Bear Stearns, a enclenché une grave crise interbancaire dont la principale conséquence a été la raréfaction soudaine du crédit. Cette crise de liquidité va ainsi entraver le modèle de croissance de certains pays membres à savoir la Grèce, le Portugal, l'Irlande et l'Espagne, fondé seulement par un processus d'endettement privé et public. Cet arrêt brutal du crédit va engendrer un ralentissement général des dites

²³ Jacques Nikonoff, *Sortons de l'euro ! Restituer la souveraineté monétaire au peuple*, Mille et une nuits, Paris, 2011, p.86.

²⁴ Taux d'intérêt nominal, taux d'inflation, taux d'intérêt réel, taux de croissance, déficit public, dette publique.

²⁵ Déficit de la balance courante.

économies qui se caractérise par une crise d'insolvabilité des agents économiques privés (ménages et entreprises). Ce manque de dynamisme économique favorise un creusement rapide du déficit public et par un lien de corrélation de la dette publique, c'est ce qui est aujourd'hui appelé la crise dite de la dette souveraine. Dès le début de l'année 2009, la détérioration des finances publiques va tout de suite être sanctionnée à la fois par les agences de notation et par les investisseurs sur le marché obligataire primaire. La conséquence à la fois de la crise de liquidité et de la mauvaise gestion des comptes publics va entraîner automatiquement une brusque montée des taux d'intérêt obligataires à 10 ans. De plus, ce mouvement de divergence des taux se renforce également par le phénomène des CDS ou assurances de crédit qui devient le nouveau jouet des opérateurs financiers.

Finalement, le manque de crédibilité de ces pays à respecter les critères de Maastricht est du pain béni pour la spéculation internationale qui décide de s'attaquer d'une part à l'euro et d'autre part aux taux d'intérêt à long terme. On observe alors que la spéculation n'a nullement été supprimée et surtout l'euro n'est en aucune manière une protection. La déroute de l'euro s'exprime avec un éclat particulier dans l'évolution des taux d'intérêt dans la mesure où elle remet en cause le compromis fondateur de la monnaie unique. En réalité, la spéculation est toujours de mise, elle a juste décidé de changer de cible passant des taux de change aux taux d'intérêt. Cette alternative a été possible à la fois par la libéralisation continue des capitaux, l'absence d'optimalité de la zone et enfin par une politique monétaire unique inadaptée qui accentuent les inégalités et les déséquilibres de toutes sortes.

On peut craindre alors que cette crise spéculative sur les taux d'intérêt à long terme puisse favoriser la disparition prochaine de la zone euro, comme se fût le cas pour le Système monétaire européen.

L'euro n'est pas une monnaie internationale de référence, au contraire

Pour les promoteurs de l'euro, la politique monétaire de la BCE en visant en premier lieu la stabilité des prix doit favoriser la confiance des investisseurs internationaux dans l'euro. A travers cette politique, l'Eurosystème s'engage à faire de l'euro, un concurrent direct du dollar en tant que devise clé du système monétaire international. Pour Jean-Pierre Jouyet, ancien secrétaire d'Etat chargé des Affaires européennes : « *L'euro est une monnaie mondiale et l'Europe doit s'adapter à cette nouvelle donne (...) De même qu'il y a une diplomatie du dollar, nous devons avoir une diplomatie de l'euro*²⁶ ». Depuis son introduction, il est légitime de se demander si l'euro est alors devenu cette grande monnaie, capable éventuellement de concurrencer le dollar ? Pour être qualifiée d'internationale, une monnaie doit réunir quatre conditions. Elle doit être une monnaie de réserve, une monnaie de transaction, une monnaie de financement et une monnaie de facturation.

²⁶ Christian Chavagneux, *L'euro peut-il détrôner le dollar ?* - issu de La crise, acte II n°272, Septembre 2008.

L'euro n'est pas une monnaie de réserve internationale

Tout d'abord, il faut savoir qu'une monnaie de réserve est constituée de l'or et des devises détenus par les institutions d'émission (les banques centrales) et destinés aux règlements des paiements et aux réserves de change. Pour les tenants de la monnaie unique, l'euro doit devenir une monnaie internationale de réserve afin de concurrencer le dollar dans l'attraction des capitaux. Selon, Christian Noyer alors Vice-président de la Banque centrale européenne en 1999 : « *l'euro pourrait, à terme, faire pleinement partie des réserves de change détenues par les banques centrales à des fins de diversification ou d'intervention (...)*²⁷ ». Pour cela, le principe de « libre circulation des capitaux » est consacré dès 1957 dans le traité de Rome, depuis repris dans la version consolidée du traité sur l'Union européenne²⁸. Ainsi, à partir de l'ouverture totale des marchés de capitaux, l'euro pourrait devenir la seconde monnaie internationale de réserve aux côtés du dollar.

Aujourd'hui, on observe que les réserves de change au niveau mondial sont de plus en plus diversifiées. Les enjeux des « global imbalances » ont engagé des comportements anticipatifs des investisseurs privés et des Banques centrales afin de se protéger contre la volatilité du dollar. De fait, la libéralisation des capitaux et la politique monétaire de la BCE ont notamment favorisé les placements financiers (actions, obligations ...) au sein de la zone euro. Les Banques centrales, principalement celles issues des pays émergents, ont décidé d'accroître la part de l'euro dans leurs réserves officielles ou à substituer un ancrage sur un panier de devises incluant l'euro à un ancrage sur le seul dollar, c'est le cas pour la Banque populaire de Chine. Cette politique de diversification de leur portefeuille de réserves plus favorable à l'euro est essentielle face aux incertitudes sur la valeur du dollar et plus globalement sur l'état de l'économie américaine.

Néanmoins, le domaine de l'utilisation internationale de l'euro doit être relativisé. Il faut savoir qu'en termes d'usage officiel, environ un tiers des pays qui choisissent une devise tierce pour stabiliser le cours de change de leur propre monnaie, s'ancrent à l'euro, c'est le cas, en particulier, des pays ayant accédé à l'Union Européenne, des accédants potentiels et des membres de la zone CFA²⁹. En effet, la zone d'utilisation de l'euro demeure pour beaucoup régionale, l'euro est plus particulièrement utilisé dans les régions voisines de la zone euro (Etats membres de l'Union européenne n'ayant pas encore adopté l'euro, pays non membres d'Europe centrale et orientale, bassin méditerranéen, pays de la zone franc,...). Alors que la sphère d'utilisation du dollar est réellement mondiale. La plupart des pays composant les deux autres tiers et dont le poids dans l'économie mondiale est substantiellement plus lourd (situés surtout en Amérique latine, en Asie, et en Afrique), choisissent d'ancrer leur monnaie au dollar. Depuis son introduction, la part de l'euro dans les placements financiers via les flux spéculatifs ou encore dans les investissements directs étrangers connaît une forte progression, mais celle-ci n'est pas suffisante pour octroyer à la monnaie unique le statut de monnaie internationale de réserve. Il reste dévolu au dollar qui représente encore 62,2 % des réserves officielles mondiales en juin 2012. Alors que l'euro ne représente que 24,9 %.

²⁷ <http://www.ecb.int/press/key/date/1999/html/sp990319.en.html>

²⁸ Diffusée le 30 mars 2010 par la Commission européenne via le traité de Lisbonne, article 63 (ex-article 56 du TCE).

²⁹ Axel Bertuch-Samuels & Parmeshwar Ramlogan, *The Euro: ever more global*, Finance and Development, FMI, Mars 2007.

Aujourd'hui, la part très élevée du dollar dans les réserves internationales s'explique par la dette extérieure croissante des Etats-Unis avec le reste du monde (15 000 milliards \$ en 2011 soit 100% de son PIB), en particulier avec la Chine et par les bons du trésor américains qui continuent d'être considérés par les investisseurs du monde entier comme les seuls actifs réellement liquides et sans risques. Ces derniers bénéficient alors du " privilège exorbitant de la monnaie de réserve " dans la mesure où ils peuvent facilement financer leur déficit extérieur par l'endettement auprès du reste du monde. Ainsi, l'ampleur d'un glissement éventuel des réserves internationales vers l'euro dépendra beaucoup de la façon dont les déséquilibres mondiaux seront réduits, notamment à travers la reconstitution progressive de l'épargne des ménages aux Etats-Unis et l'accroissement de la consommation en Chine.

Le dollar reste la monnaie clé de transaction et de facturation au niveau mondial

Une monnaie de transaction est utilisée pour les opérations financières internationales sur les marchés des devises, des actions et des obligations. Ces transactions doivent être ensuite converties en monnaie de comptabilisation. Alors qu'une monnaie de facturation est la devise dans laquelle sera libellé le contrat d'achat ou de vente international. Les parties au contrat, qui ont la liberté de décider de la monnaie de facturation, peuvent choisir une devise plutôt qu'une autre afin de minimiser le risque de change³⁰. Actuellement, l'euro comme monnaie de transaction et de facturation reste en retrait par rapport au dollar. L'usage de l'euro reste encore limité géographiquement aux pays qui ont des liens régionaux avec la zone euro. En avril 2007, date de la dernière enquête, sur les 3 200 milliards de dollars d'échanges quotidiens, le dollar restait la monnaie de référence avec 86,3 % des transactions (sur un total de 200 % puisque chaque transaction implique deux devises). L'euro arrive derrière avec 37 %, suivi par le yen et la livre sterling autour de 15 % à 16 %³¹.

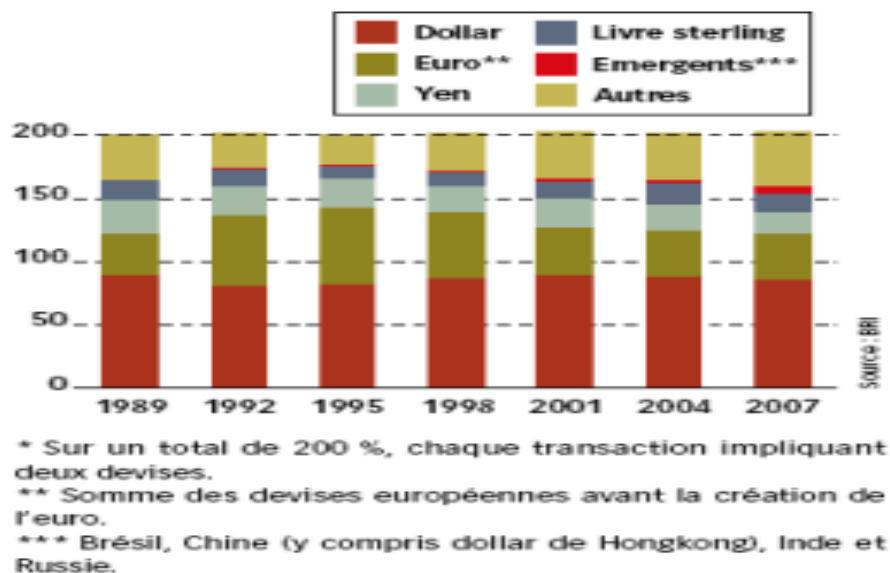


Figure : Part des différentes devises dans les transactions de change, en %

³⁰ Jacques Nikonoff, *Sortons de l'euro ! Restituer la souveraineté monétaire au peuple*, Mille et une nuits, Paris, 2011, p.113.

³¹ http://www.ecosoc.fr/docs/93_euro_dollar.pdf

Ainsi, le dollar est encore la monnaie de référence en ce qui concerne les échanges internationaux. De plus, l'euro n'est pas parvenu à remettre en cause l'hégémonie du dollar en particulier dans la facturation des échanges commerciaux. Par exemple, pour l'instant, le dollar est la monnaie de facturation des transactions pétrolières. Ce n'est pas le cas, et de loin pour l'euro. En effet, les Etats-Unis sont le seul pays, et de très loin, à pouvoir commercer pratiquement exclusivement dans leur propre monnaie, 99,8 % des prix de leurs exportations et 92,8 % de ceux de leurs importations sont facturés en dollars³². En Europe, l'Allemagne, pourtant le premier exportateur mondial, n'arrive à facturer en euro que 68 % de ses exportations et 59 % de ses importations extra-européennes. Tous les autres pays européens sont en dessous. Et la part du dollar dans la facturation de leurs échanges est supérieure au poids des Etats-Unis dans leur commerce extérieur car les pays d'Asie facturent environ 75 % de leurs exportations et 65 % de leurs importations en dollar. Alors que, l'euro pèse d'un poids ridicule dans de nombreux pays de la zone. Et enfin, la part du dollar est également très élevée dans le commerce extérieur des pays latino-américains.

L'euro s'impose en tant que monnaie de financement

Enfin, une monnaie de financement est utilisée dans les émissions obligataires des Etats et des entreprises. L'évolution du poids international de l'euro peut ici être appréciée à travers son usage comme monnaie de libellé des émissions de titres de créance internationaux. Au sens de la Banque des Règlements Internationaux, sont considérés comme titres internationaux les titres émis sur un marché donné, en monnaie domestique, par des non-résidents, mais aussi par des résidents à destination d'investisseurs non résidents³³. Avant la survenance de la crise financière, l'euro en tant que monnaie de financement a fortement concurrencé le dollar. A la fin 2007, 43,1 % des emprunts internationaux en obligations de court et de moyen long terme étaient en dollar, contre 32,4 % en euro, les autres devises étant loin derrière³⁴. Dans un souci de précision, il faut noter qu'avant 2008, l'encours des titres publics représentaient encore près de la moitié de l'encours total des titres émis par l'ensemble des résidents sur le marché domestique de l'euro. En revanche, le segment international de l'euro est très majoritairement occupé par les émissions privées (essentiellement du fait des institutions financières) qui représentaient près de 90 % du total des encours. Ainsi, on constate que par son effet sur la liquidité des marchés et sur l'épargne accessible aux non résidents, l'unification monétaire a constitué un facteur favorable au développement d'émissions corporate³⁵. Ce statut de monnaie de financement attribué à l'euro résulte d'une volonté politique, d'une décision parfaitement consciente, comme peut le prouver le communiqué de Lisbonne. En effet, pour le Conseil européen extraordinaire qui se tenait à Lisbonne en mars 2000, « des marchés financiers efficaces et transparents favorisent la croissance et l'emploi en permettant une meilleure allocation des capitaux à moindre coût (...) »³⁶.

³² Current Issues in Economics and Finance, vol 13, n° 5, juin 2007, Federal Reserve Bank of New York.

³³ <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf>

³⁴ *Ibid.*

³⁵ *Ibid.*

³⁶ Jacques Nikonoff, Sortons de l'euro ! Restituer la souveraineté monétaire au peuple, Mille et une nuits, Paris, 2001, p.107-108.

Ainsi, les politiques de Bruxelles en revendiquant la dérégulation des marchés financiers en particulier du marché obligataire veulent renforcer le contrôle des dépenses publiques. Autrement dit, l'objectif était de faire des marchés des obligations d'Etat les surveillants des politiques publiques. Pour ce faire, la BCE a déterminé un taux d'intérêt directeur élevé pour attirer les investisseurs à la recherche de gains de diversification et de plus-values sur le marché (domestique et international) de l'euro. On constate alors que le volume des émissions dans une monnaie est d'autant plus important que cette monnaie est forte et que les taux longs dans cette monnaie sont élevés. On peut en déduire que le choix d'une monnaie d'émission est déterminé par les préférences des investisseurs. En effet, la politique monétaire de la BCE en favorisant une appréciation de l'euro par rapport au dollar vise à attirer d'importants flux de capitaux au sein de l'union monétaire qui parallèlement induit une augmentation des émissions publiques et privées en euro. Néanmoins, il est important de nuancer les résultats affichés par l'euro comme monnaie d'émission d'obligations internationales. La progression de la monnaie unique est due majoritairement à des facteurs plus régionaux que mondiaux. En effet, le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède représentaient 45 % du stock des émissions d'obligations en euros par des acteurs non résidents de la zone à la fin 2007. De la même façon, les pays de l'est de l'Europe qui sont devenus membres de l'Union européenne ont beaucoup emprunté en euros. Alors que les pays émergents (Asie, Amérique latine) ou encore du Moyen-Orient, secteur privé et Etats confondus, continuent largement à privilégier le dollar par rapport à l'euro lorsqu'ils s'endettent sur les marchés financiers internationaux. Quant aux investisseurs issus des pays de l'Union européenne ou limitrophes, ils privilégient encore de placer leur épargne internationale en euros tandis que le reste du monde donne largement sa confiance au dollar.

En définitive, l'euro n'est pas encore devenu une monnaie internationale de référence. Aujourd'hui, le dollar reste encore la devise dominante du système monétaire international. En effet, il est le seul qui puisse fournir, au niveau mondial, toutes les fonctions que l'on attend d'une monnaie. Selon Christian Chavagneux (Rédacteur en chef de la revue *l'Economie politique* et rédacteur en chef adjoint d'*Alternatives Economiques*) :

« le dollar continue d'occuper sa place de leader dans la mesure où toutes les plus grandes crises financières des dernières décennies, de celles qui ont touché les pays du Sud à celle des subprimes, ont eu lieu en dollars ». Et il ajoute que « la monnaie américaine reste celle dont les acteurs financiers du monde entier se servent pour répartir leurs crédits et leurs placements dans le monde, avec les effets de mimétisme bien connus, générateurs de crise, arrivée massive de capitaux un jour dans un pays ou un secteur, retrait brutal un autre jour ».

Et enfin, il conclut par une phrase qui somme toute peut surprendre, *« la devise européenne aura vraiment gagné sa place de leader lorsqu'il y aura des crises financières mondiales importantes en euro³⁷ ».*

³⁷ Christian Chavagneux, *L'euro peut-il détrôner le dollar ?*, issu de *La crise*, acte II n°272 Septembre 2008.

La monnaie unique constitue alors la seconde monnaie mondiale et est désormais la seule alternative crédible au dollar. En dix ans d'existence, l'euro a réussi à dépasser largement le reste des autres devises comme la livre sterling et le yen, pour devenir une référence régionale. Dans un avenir proche, on peut espérer que l'euro devienne réellement une seconde monnaie internationale aux côtés du dollar. Pour Agnès Bénassy-Quéré (Directrice du Centre d'études prospectives et d'informations internationales et membre du cercle des économistes) :

« Il ne s'agit pas de remplacer la monnaie américaine comme monnaie-clé du système mais seulement de proposer une source de diversification pour les réserves des investisseurs publics (banques centrales) et privés. L'émulation qui en résulterait entre les deux zones pourrait être stabilisante en limitant le risque que l'une ou l'autre ne s'engage dans une dynamique d'endettement non-soutenable à long terme³⁸ ».

³⁸ <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/monnaies-et-taux/221142134/leuro-seule-reponse-dollar>