

10 ANS APRÈS : L'EURO AU SERVICE DE LA CROISSANCE

Table ronde organisée
par la Caisse des dépôts et l'Euro 50 Group
le 19 novembre 2009

PRÉAMBULE À LA TABLE RONDE

AUGUSTIN DE ROMANET *

Institution financière publique, la Caisse des dépôts inscrit son action au service de l'innovation économique et financière, en accord avec sa vocation d'établissement de place, participant pleinement et de manière neutre au fonctionnement du marché français et européen des capitaux. C'est ainsi qu'elle a contribué de façon décisive au lancement de nouveaux produits financiers, qu'elle a été partie prenante de la mise en place de la monnaie unique, ou qu'elle intervient aujourd'hui en appui au redémarrage de l'économie, tout en posant les jalons d'une coopération internationale renforcée entre investisseurs de long terme, au service du financement des grands enjeux de société.

211

Ce positionnement l'a incitée à organiser, en partenariat avec l'Euro 50 Group, une table ronde pour célébrer les dix ans de l'euro. Placée sous le haut patronage de Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, cette table ronde qui s'est tenue le 19 novembre 2009 à Paris a réuni de grands témoins ayant contribué à la naissance de la monnaie unique, pour retracer sa genèse, illustrer ses évolutions depuis dix ans et mettre en lumière son rôle essentiel dans la sortie de crise. Précisément, à l'heure où certains États de la zone euro traversent des difficultés, il nous est apparu utile de restituer une synthèse des débats, afin de rappeler la contribution de l'euro à la stabilité du système monétaire et financier européen, ainsi que les conditions de sa pérennité et de son efficacité.

* Directeur général, Caisse des dépôts.

*LA CAISSE DES DÉPÔTS
AU SERVICE DE L'INNOVATION FINANCIÈRE*

La capacité de la Caisse des dépôts à servir le développement de l'innovation financière est liée à l'ouverture progressive du marché français à la dimension européenne et internationale. Elle contribue de façon décisive au lancement de nouveaux produits financiers tels que le compte épargne logement, la première Sicav, le premier Eurocrédit en ECU, ou la première émission publique pour l'État français. Dans le domaine de la titrisation, elle s'illustre avec le lancement de la Caisse autonome de refinancement en 1990, prend l'initiative de la dématérialisation des titres et de la mise en place d'une véritable fonction de dépositaire, confirmant ainsi son rôle dans la modernisation des infrastructures de place.

La Caisse des dépôts et la monnaie unique européenne

Cette même vocation l'a conduite à être, dès la fin des années 1970, un intervenant naturel du passage à la monnaie unique. Après le lancement du premier Eurocrédit en ECU, la Caisse des dépôts participe au GIE Groupement pour la coopération monétaire en Europe (GCME), destiné à créer la première chambre de compensation interbancaire en ECU privé, qui deviendra l'Association bancaire pour l'euro. Avec l'adoption du traité de Maastricht, l'intégration monétaire européenne connaît une nouvelle impulsion. La Commission européenne et l'Institut monétaire européen (IME) sont chargés de préparer les modalités techniques du passage à la monnaie unique. Sous l'égide de la direction des Affaires monétaires de la DG II, un groupe d'experts est chargé de proposer un scénario de bascule optimum, auquel la Caisse des dépôts participe en la personne de son directeur général, Philippe Lagayette. Elle met aussi à disposition un collaborateur de haut niveau, qui assurera la fonction de rapporteur et de coordination institutionnelle. Sur la base des travaux de ce groupe, la Commission européenne publie en mai 1995 un Livre vert détaillant le scénario de passage en deux phases - marchés de capitaux, puis ensemble des activités économiques - que le Conseil européen de Madrid adoptera en décembre de la même année.

L'investissement de long terme au service de la croissance durable

Aujourd'hui, le monde est confronté à d'immenses enjeux : transition vers une économie pauvre en carbone, croissance démographique, concentration urbaine au Sud et vieillissement au Nord, pression sur les ressources énergétiques...

Ces enjeux, qui sont associés à d'immenses besoins de financement,

se présentent dans un contexte de crise structurelle et de raréfaction consécutive des moyens, dans lequel l'investissement de long terme apparaît de plus en plus comme l'indispensable relais des finances publiques contraintes et d'un système bancaire fragilisé dans sa capacité à financer une relance durable.

Il apparaît clairement que la crise globale qui a traversé le monde en 2008 est le produit de profonds déséquilibres, parmi lesquels figurent en premier lieu les comportements mimétiques et les excès du court-termisme. Concrètement, ces incitations court-termistes se traduisent par un décalage très important, qui s'est accentué ces dernières années, entre les montants gérés par l'ensemble des investisseurs présentant des caractéristiques de long terme - soit près de 30 000 Md\$ - et le montant effectif des investissements de long terme réalisés dans le monde. C'est pourquoi il y a aujourd'hui un besoin évident de faire prévaloir la vision de long terme, d'encourager les investisseurs à se projeter davantage dans le temps, ce qui suppose que soit engagée une réforme en profondeur des politiques de rémunération ainsi que des règles prudentielles et comptables basées sur le principe du *mark to market* (valeur de marché).

Dans ce contexte, la Caisse des dépôts a pris l'initiative de lancer une réflexion institutionnelle de grande ampleur sur le rôle de l'investissement de long terme, dans une démarche incarnée par le Club des investisseurs de long terme qu'elle a créé aux côtés de grandes institutions financières publiques européennes. Ce Club, ouvert à des institutions financières d'Europe, d'Asie, du Golfe et d'Amérique, pose les jalons d'une coopération internationale renforcée entre investisseurs de long terme : échange de bonnes pratiques, expression d'une identité commune, construction d'offres de services permettant à ces acteurs d'apporter des capitaux au service du développement de l'économie. Des projets concrets sont d'ores et déjà engagés parmi lesquels le fonds d'investissement dans les infrastructures énergétiques, de transport et d'environnement des pays des rives Sud et Est de la Méditerranée, InfraMed, ou le fonds Marguerite, fonds 2020 pour l'énergie, le changement climatique et les infrastructures en Europe.

213

Les défis de l'euro après la crise

La stabilité monétaire apportée par la zone euro constitue un atout décisif pour la promotion de l'investissement de long terme. En effet, la mission donnée à la Banque centrale européenne (BCE) d'assurer en priorité la stabilité des prix autorise une meilleure évaluation du risque à long terme et une plus grande visibilité sur l'évolution des taux d'intérêt. Elle permet ainsi de favoriser la stabilité économique et financière, condition d'une reprise durable de la croissance.

Un an après la mise à mal du système financier international et dans le contexte des difficultés rencontrées par certains États de la zone euro, la solidité de l'Union économique et monétaire (UEM) a pu susciter des interrogations. Certes, son bien-fondé n'est pas contesté, mais il reste à renforcer sa cohésion par des mécanismes effectifs de discipline économique et financière, par une plus grande coordination des politiques nationales en la matière et même par la mise en place d'une gouvernance plus intégrée, afin de renforcer encore sa stabilité et, par conséquent, sa compétitivité dans un monde globalisé.

SYNTHÈSE DE LA TABLE RONDE

La Caisse des dépôts et l'Euro 50 Group ont organisé, le 19 novembre 2009 à Paris, une table ronde autour des dix ans de l'euro. Sous le haut patronage de Christine Lagarde, ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, cette table ronde a réuni plus de 250 participants autour de grandes personnalités européennes ayant contribué à la naissance de la monnaie unique : Joaquin Almunia, Pervenche Berès, Joachim Bitterlich, Jacques Delors, Toshihiko Fukui, Élisabeth Guigou, Alexandre Lamfalussy, Jacques de Larosière, Jean Lemierre, Alain Madelin, Tommaso Padoa-Schioppa, Klaus Regling, Yves-Thibault de Silguy, Pedro Solbes, Niels Thygesen et Jean-Claude Trichet.

215

Les échanges, animés par Edmond Alphandéry, ont abordé successivement cinq thèmes : la dimension politique de la construction monétaire, la discipline budgétaire, le rôle international de l'euro, les questions pendantes et enfin la stratégie de sortie de crise. Ils ont permis de rappeler la genèse de l'euro, de dresser un bilan de sa première décennie, mais aussi de souligner son rôle décisif dans la gestion de la crise et d'évoquer des perspectives d'avenir.

Ouvrant la manifestation, Augustin de Romanet a rappelé l'implication de la Caisse des dépôts dans la création de la monnaie européenne, dès la mise en place de l'Union économique et monétaire (UEM), ainsi que le rôle joué par Philippe Lagayette, alors directeur général. « L'euro contribue à la stabilité monétaire et financière qui constitue le préalable de l'investissement de long terme auquel la Caisse des dépôts est attachée », a-t-il précisé.

Introduisant les débats, Jacques Delors a évoqué l'euro dans la perspective historique de la construction européenne et a présenté un premier bilan des effets de l'unification monétaire. L'ancien président de la Commission européenne a plaidé en faveur d'une coordination accrue des politiques économiques - la réponse actuelle à la crise est davantage une addition de plans nationaux qu'un programme européen - et d'un *policy mix* plus complet, comprenant un niveau d'harmonisation fiscale. Au-delà du caractère éminemment technique de ces questions, il a conclu son introduction par son souhait d'un retour à l'esprit de coopération, condition nécessaire à la réussite du projet européen. Si l'Europe a pu susciter des déceptions, notamment à propos des traités et des questions institutionnelles, la résistance de l'euro face à « la bourrasque » peut servir de référence pour renforcer l'esprit de coopération.

LA DIMENSION POLITIQUE DE LA CONSTRUCTION MONÉTAIRE

L'impulsion politique et le rôle du couple franco-allemand

216

À la suite des propos introductifs de Jacques Delors retraçant les étapes fondatrices du lancement de la monnaie unique (notamment le rapport Werner et le Conseil européen de Strasbourg en 1989), Joachim Bitterlich a souligné le rôle décisif joué par le chancelier allemand Helmut Kohl dont il était le conseiller. Le projet était de nature politique. Il a pu être mené en trois ans et demi, malgré les nombreuses difficultés techniques.

Il a rappelé les bouleversements historiques qui ont eu lieu en Europe à partir de 1989 - la chute du mur de Berlin, la réunification allemande et bien sûr la fin du bloc de l'Est - et a souligné les oppositions que certaines questions pouvaient susciter de part et d'autre du Rhin. Si le principe de l'indépendance de la Banque centrale européenne (BCE) était matière à débat en France, le gouvernement allemand était particulièrement attentif à cette question en raison de la sensibilité du deutschemark, symbole du renouveau allemand, existant avant le drapeau, avant la Constitution, avant le premier Parlement et même avant l'hymne national. Au titre des regrets, Joachim Bitterlich a évoqué les avancées insuffisantes en termes d'union politique.

L'élargissement vers l'Est

Selon Jean Lemierre, ancien président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD), les pays d'Europe centrale et orientale, nouvelle frontière politique de l'Europe, ont, dès

la chute du mur de Berlin, érigé l'adhésion à la Communauté européenne en objectif politique.

Si le processus de rattrapage et d'intégration de l'acquis communautaire a nécessité un travail de réforme considérable et le soutien financier de la Commission européenne, il a été couronné de succès en raison d'une volonté politique et d'une très grande adhésion dans chacun des pays concernés. En effet, l'entrée dans l'Union européenne impliquait l'accès à une zone de libre commerce et la possibilité d'attirer des investisseurs. L'expression de cet attachement au projet politique a été un facteur de stabilité important, qui a rassuré les investisseurs, dans des pays en manque de capital où les besoins de reconstruction étaient importants.

L'étape suivante a été naturellement la question de l'euro puisque la monnaie unique fait partie du « bagage d'entrée » des pays adhérant à l'Union européenne. Malgré une certaine fatigue des réformes qui était ressentie à l'issue de l'important effort de rattrapage, l'objectif a été maintenu. L'idée de stabilité, la perspective d'entrer dans une zone monétaire plus vaste et de ne plus courir de risque de change constituaient autant d'éléments de motivation essentiels.

Les pays de l'Europe centrale n'ayant pas encore rejoint la zone euro ont été particulièrement affectés par la crise économique actuelle, en raison d'une croissance probablement trop tirée par la demande et par un effet de rattrapage de la demande avec un fort endettement (en devises, de surcroît). Les risques (de change notamment) et l'absence de réforme structurelle en faveur d'une politique de compétitivité ont contribué à aggraver la situation. Cela étant, le respect des critères et des étapes d'adhésion vers l'euro reste nécessaire et l'ancien président de la BERD se félicite de la politique d'ajustement conduite, avec le soutien du FMI et de l'Union européenne.

Bien que les calendriers aient été décalés, voire bouleversés, l'objectif d'entrée dans la zone euro n'a pas été remis en cause. Il conduit les gouvernements à mener des réformes parfois difficiles et impopulaires qu'il importe de soutenir.

LA DISCIPLINE BUDGÉTAIRE

Avec la multiplication des déficits excessifs dans les pays de la zone euro et la résurgence du débat sur l'application des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), ce deuxième thème a permis de rappeler les origines du PSC, ses insuffisances et la réforme de 2005, mais aussi d'évoquer des propositions pour améliorer la discipline budgétaire.

Origines du Pacte de stabilité et de croissance

Niels Thygesen a rappelé l'importance de la discipline financière, soulignée dès le début par le rapport du comité Delors sur l'UEM dont il était membre. En effet, si les éléments principaux du rapport firent l'objet d'un quasi-consensus, la discipline financière fut l'objet de plus de discussions, les gouverneurs des banques centrales étant notamment inquiets quant à la capacité des gouvernements à coopérer et à s'imposer des contraintes.

La notion même de coordination, mentionnée à plusieurs reprises dans le rapport, recouvre diverses significations. Telle que prévue dans le texte, elle prend le sens d'une « coordination indirecte » pouvant se traduire par des restrictions, voire des contraintes à l'encontre de gouvernements. Certains États membres, notamment la France, plaidaient en faveur d'une définition plus ouverte du concept de coordination et souhaitaient une coordination des politiques budgétaires. Le comité Delors aurait-il dû mieux expliciter la différence entre intégration monétaire et intégration budgétaire ? Alors que la première est immédiate avec des effets de *spill over*, la politique fiscale est plus difficile à coordonner. Le comité Delors a considéré que si le système fonctionnait correctement, avec une politique fiscale prudente et des taux d'intérêt bas et stables, alors le meilleur *policy mix* possible serait atteint.

218

Pedro Solbes, ancien ministre espagnol de l'Économie et des Finances, a rappelé les conditions de mise en place du PSC, concrétisée avec le traité d'Amsterdam conclu en 1997. Dans un premier temps, le PSC a rempli ses objectifs, puisque les efforts consentis ont permis une réduction des déficits publics en Europe. Cependant, après quelques années, en particulier suite à l'annonce des pays « qualifiés » pour l'entrée dans la zone euro, des difficultés ont été rencontrées.

Insuffisances et réforme du Pacte de stabilité et de croissance

La réussite initiale du PSC a coïncidé avec le redressement des finances publiques. Elle a été rapidement occultée par son incapacité à faire face aux situations de crise. Après sa suspension partielle de 2003, la révision du PSC de 2005 a permis de préserver le sens général de la coordination. La crise financière et économique actuelle a fait de nouveau voler en éclats ses principes fondamentaux avec l'explosion des déficits.

Pedro Solbes a évoqué les insuffisances des grandes orientations de politique économique (GOPE) qui devaient constituer, en vertu du traité, l'un des deux piliers de coordination. L'ancien commissaire aux

Affaires économiques et monétaires a expliqué que la recommandation du Conseil visant à mettre un terme à la non-conformité des politiques économiques du gouvernement irlandais avec les GOPE n'avait pas été comprise. Il a rappelé que sa vocation était de renforcer la crédibilité et la cohérence de la gouvernance économique au sein de l'UEM. Un constat d'échec s'est rapidement imposé : les GOPE n'étaient pas l'instrument adéquat ; elles ont encore un peu plus perdu de leur pertinence avec la stratégie de Lisbonne.

Par voie de conséquence, et donc par défaut, le PSC constituait l'unique instrument de coordination. Or, celui-ci s'est retrouvé dans une situation paradoxale puisque l'Allemagne, qui avait défendu ses conditions strictes, a été le premier pays à dépasser la règle des 3 % du PIB concernant le déficit public. La raison principale de ce dépassement tenant à la baisse de croissance, le Conseil a estimé que cette « condition spéciale » lui donnait des marges de manœuvre pour accorder un accompagnement spécifique.

La situation s'est encore compliquée lorsque la France et l'Italie ont à leur tour transgressé les règles. La mise en œuvre du PSC s'est ainsi heurtée à un double problème : d'une part, la question était devenue hautement politique en Allemagne, où le ministre des Finances d'alors, Hans Eichel, expliquait que l'Allemagne devait être le premier pays à accepter l'application de ce que l'on appelait *blauer Brief*, c'est-à-dire le système d'alerte précoce ; et, d'autre part, le compromis franco-allemand, fondamental pour la construction européenne, proscrivait tout traitement différencié entre les deux pays. L'adjonction dans ce contexte d'un troisième État, l'Italie, a renforcé la complexité de la situation : soit la Commission européenne, gardienne des traités, acceptait de ne pas les appliquer, en établissant des conditions plus flexibles pour l'ensemble des États membres (décision inacceptable tant pour la BCE que pour certains États membres), soit elle cherchait l'appui d'un tiers. C'est ainsi que la Commission européenne a introduit un recours devant la Cour de justice des communautés européennes (CJCE). L'arrêt rendu par la CJCE le 13 juillet 2004 annule les conclusions adoptées par le Conseil à l'égard de la France et de l'Allemagne, en ceci qu'elles suspendent la procédure de déficits excessifs et modifient les recommandations adoptées précédemment par le Conseil en vertu de l'article 104 § 7 TCE.

C'est sur la base de cet arrêt que le successeur de Pedro Solbes à la Commission européenne, Joaquín Almunia, a élaboré une révision du PSC avec le Conseil. Interrogé par Edmond Alphandéry sur l'actualité du problème et la possibilité de concilier « la bénédiction donnée aux politiques de relance » avec « le strict respect du PSC », le commissaire Almunia est revenu sur les conditions de sa révision après l'arrêt de

la CJCE en faisant observer que personne ne contestait la nécessité d'un cadre de discipline financière pour le bon fonctionnement de l'UEM. L'objectif de la révision était donc d'apporter des modulations, tout en maintenant le principe : sans revenir sur les critères de Maastricht, il fallait adapter les critères d'application. Le Pacte II combine ainsi flexibilité et discipline, en tirant les leçons de l'élargissement et de la diversité des situations économiques. Par conséquent, la flexibilité permet à la Commission européenne d'être moins stricte à l'égard de gouvernements affrontant des situations économiques difficiles, générant une incertitude quant au résultat de la politique financière.

Le PSC révisé a connu de très bons résultats selon le commissaire Almunia. Avant la crise, seuls deux pays, la Hongrie et le Royaume-Uni, non-membres de la zone euro, étaient en procédure de déficit excessif. En 2007, le déficit de la zone euro était de 0,7 % du PIB, ce qui constituait un résultat très positif au regard non seulement des règles du PSC, mais aussi de la croissance économique de la période.

L'explosion actuelle des déficits prévus pour 2010 illustre, selon le professeur Thygesen, ce que le rapport du comité Delors qualifiait de « scénario catastrophe ». Le soutien d'une coalition d'États fortement endettés en faveur de taux d'intérêt bas a exclu de fait l'utilisation d'une politique de taux d'intérêt dans le futur. Il faut dès lors réfléchir à un nouveau mode de coordination et, selon Pedro Solbes, réfléchir aux objectifs en termes de soutenabilité fiscale. Les défis majeurs en Europe ne se situent pas tant à court qu'à moyen ou long terme.

Alain Madelin a souhaité requalifier le débat sur la discipline budgétaire, trop souvent présentée comme un carcan punitif. Rappelant qu'il s'agissait de règles de bon sens et notamment de soutenabilité de la dette, l'ancien ministre de l'Économie et des Finances a comparé le recours excessif à l'endettement à un système où les emprunts servent à financer les intérêts des emprunts précédents. Il a rappelé que seul le retour à la croissance permettrait de rembourser la dette et que pour cela, il faudrait libérer prioritairement les facteurs de croissance. Aussi a-t-il plaidé pour un agenda des libertés économiques au niveau européen.

*Les « pistes » pour l'avenir de la discipline
et la coordination budgétaire*

Yves-Thibault de Silguy, prédécesseur de Pedro Solbes au sein de la Commission européenne présidée alors par Jacques Santer, a souligné la nécessité de restaurer une discipline quant à l'évolution de la dette publique. Conséquence de la conjoncture difficile, les États vont devoir s'adresser davantage aux marchés pour financer leur dette, ce qui

devrait conduire à une raréfaction du crédit pour les entreprises, au risque d'évincer. Yves-Thibault de Silguy redoute en particulier le danger de la baisse des dépenses de maintenance de la part des entreprises, qui nuira au potentiel de croissance future. Seul l'investissement privé peut être le moteur de la croissance, ce qui suppose toutefois de restaurer la confiance. Trois propositions sont mises en avant, dont la vocation est de relancer le débat sur les moyens de redonner de la confiance et sur le rôle que l'Europe peut jouer à cet égard.

Tout d'abord, il pourrait être opportun de mettre en place une agence européenne d'émissions obligataires, permettant de faire jouer la solidarité en faveur des pays européens, spécialement de la zone euro, qui éprouvent des difficultés croissantes à se financer. Cette solidarité consisterait en un droit d'accès à ce guichet unique, conditionné à des mesures de renforcement de la discipline budgétaire. Ceci constituerait un signal positif de crédibilité pour l'ensemble européen.

Pour Pervenche Berès, députée européenne, cette proposition serait de nature à symboliser la solidarité au sein de la zone euro et à protéger les économies européennes face à la violence des marchés, ce qui était du reste l'un des objectifs de la monnaie unique. La question de la divergence des dynamiques des économies est un défi important. Entre le PSC et les critères de Maastricht, l'introduction d'un duo coopération/discipline serait une façon d'assurer une gestion commune des dettes.

Deuxième proposition : les GOPE, créées pour donner des recommandations aux États, pourraient être renforcées. Si la politique monétaire a été totalement intégrée, la politique économique, et notamment budgétaire, a toujours relevé de la compétence nationale. Le système avait été pensé comme un ensemble de recommandations adoptées au niveau des chefs d'État et de gouvernement, s'appliquant à l'ensemble des États membres. Une amélioration consisterait à instituer un examen de conformité *a priori* des perspectives économiques à court et moyen terme. Enfin, l'euro doit être utilisé au niveau international. Lorsqu'il aura acquis, dans les échanges commerciaux et financiers, une part qui est en rapport avec celle de l'Europe dans le commerce mondial, le dollar perdra sa suprématie. Il s'agira alors de rebâtir un système macroéconomique et un système monétaire international.

Joaquin Almunia a rappelé les conclusions principales du rapport *EMU@10* de la Commission européenne sur les dix ans de l'UEM : élargir et approfondir la surveillance ; améliorer la qualité de la surveillance (dans le domaine financier, mais aussi celle des déséquilibres macroéconomiques) ; organiser la représentation extérieure de l'euro pour défendre ses intérêts ; conforter la gouvernance de l'Eurogroupe.

LE RÔLE INTERNATIONAL DE L'EURO

Le rapport *EMU@10* concluait à la nécessité d'améliorer la représentation extérieure de l'euro pour défendre ses intérêts.

L'absence de motivation externe dans le lancement de l'euro

Selon Tommaso Padoa-Schioppa, ancien secrétaire adjoint du comité Delors, l'objectif initial de l'euro n'était pas de supplanter le dollar comme monnaie internationale, mais était la recherche d'une solution à un problème interne à l'Union européenne. La mise en perspective historique permet toutefois de relever la question des déséquilibres et de tirer quatre conclusions relatives au rôle de l'euro dans la reconstruction d'un ordre monétaire international.

Premièrement, parce qu'une situation insoutenable peut s'installer dans le temps, sans pour autant devenir tolérable, il faut se préparer à réagir afin d'être prêt le moment venu, ce qui était le cas pour l'euro. Les événements politiques de 1989-1990 ont contribué à la marche de l'euro, mais la réussite tient surtout au fait que les pays européens s'étaient bien préparés en amont. En 1988, lorsque le comité Delors a commencé ses travaux, personne n'imaginait que dix-huit mois plus tard, le mur de Berlin s'écroulerait et que deux ans plus tard, l'Allemagne serait réunifiée. Aujourd'hui, le déséquilibre de la situation monétaire mondiale qui s'est créé en 1971 est reconnu. Reste à se préparer pour le résorber.

Deuxièmement, il ne faut pas passer directement des taux de change flottants à une monnaie commune. Un assortiment de monnaies, unité de compte dite « abstraite », n'est pas une solution durable à un déséquilibre structurel, mais peut être un élément essentiel de la transition. À partir de la crise de 1971, il a fallu trente ans pour arriver à l'euro. Les systèmes temporaires, comme le système monétaire européen (SME) ou la monnaie de compte qu'était l'ECU, qui ont été la cible de critiques car ils étaient eux-mêmes jugés insoutenables, ont été des points de passage essentiels vers l'euro.

Troisièmement, les marchés de capitaux et notamment celui des changes, composante la plus ample et la moins gouvernée, n'ont pas toujours raison et la crise l'a bien montré. Il convient de trouver un système dans lequel les marchés, les banques centrales et les gouvernements se partagent de manière coordonnée la gestion du système monétaire.

Enfin, l'euro a jusqu'ici bien fonctionné comme monnaie internationale sans État politique. Le bouleversement du système monétaire international en 1971 a constitué un passage dans une double direction : détermination des taux de change par le marché et définition des

politiques monétaires en fonction d'objectifs nationaux. L'expérience de l'euro montre qu'une monnaie internationale sans État est viable.

De ces quatre points se dégage une conclusion : le rôle international de l'euro n'est pas d'élargir sa place, probablement aux dépens du dollar, mais plutôt de fournir l'exemple de certains critères de reconstruction d'un ordre monétaire international, à l'échelon global, sur les bases et les principes suggérés par une expérience régionale.

*Un rôle international croissant
et une représentation extérieure à affirmer*

Toshihiko Fukui, ancien gouverneur de la Banque du Japon, a souligné que le dollar restait la monnaie internationale principale, même si la confiance dont il bénéficie a pu se trouver affectée. Selon lui, la zone euro devrait poursuivre son élargissement, malgré les difficultés de la crise, notamment dans les pays d'Europe centrale et orientale. Le nouveau cadre de surveillance financière européen, conçu sur les bases du rapport du comité présidé par Jacques de Larosière, devrait être un grand succès et renforcer la confiance dans l'euro appelé à jouer un rôle international croissant.

Dans une économie mondialisée, les pays devraient s'évertuer à coordonner leurs politiques et faire les efforts nécessaires au renforcement de la crédibilité de leur monnaie nationale, par des actions de consolidation financière.

S'agissant des marchés asiatiques, un processus de formation d'une zone monétaire est à l'oeuvre, comme l'Europe a su le faire. Il reste toutefois à définir un mécanisme permettant de transformer l'épargne en financement de l'investissement, pour entraîner des dynamiques de croissance et de développement au niveau mondial.

Élisabeth Guigou, ancienne ministre des Affaires européennes, se référant au rapport *EMU@10* à propos de la représentation extérieure de l'euro, souvent évoquée comme une priorité, a indiqué que si l'Europe voulait jouer un rôle international et être entendue, au G20 notamment, elle devait accepter d'avoir une voix unifiée vis-à-vis de l'extérieur.

LES « QUESTIONS PENDANTES »

L'euro : un chantier inachevé

Pour Klaus Regling, ancien directeur général aux Affaires économiques et financières à la Commission européenne, si un consensus est établi sur le succès qu'a constitué l'euro, des problèmes latents restent à résoudre afin de bénéficier pleinement de son potentiel. Ces progrès à accomplir relèvent de quatre domaines :

- la représentation internationale de l'euro, qu'il convient d'unifier ;
- l'intégration des marchés de capitaux, qui doit devenir une réalité, y compris dans les domaines de la régulation et de la surveillance ;
- la gouvernance renforcée de la zone euro, qui requiert notamment une meilleure application du PSC, mais également une sortie de crise coordonnée et une surveillance macroéconomique élargie. Plus la gouvernance sera renforcée, plus les risques de défaut d'un État membre seront réduits ;
- la création d'un mécanisme de soutien d'urgence au sein de la zone euro représentée, pour l'heure, le quatrième chantier à conduire. Il devrait en effet incomber à l'Europe d'assumer le rôle de prêteur pour les États de la zone euro.

Des avancées dans ces quatre domaines permettraient de réduire les primes de risque, les taux d'intérêt et d'accroître l'influence de l'Europe dans le monde.

Une régulation financière adaptée

Jacques de Larosière, ancien directeur général du FMI, a fait observer que ce sont les déséquilibres de la balance des paiements américaine qui ont été à l'origine de l'excès de liquidité et de la crise. La zone euro se trouvait, de ce point de vue, dans une situation globalement équilibrée. L'ampleur de cette crise a été accrue par certaines réglementations prudentielles et comptables procycliques, importées des États-Unis en Europe. L'Union européenne doit mettre de l'ordre dans sa réglementation, définir un système de règles uniques et attribuer aux agences de superviseurs européens des pouvoirs contraignants (*binding powers*). Pour l'ancien gouverneur de la Banque de France, le dernier chantier, plus important encore car il s'agit de la « substance » même de la régulation, est celui des ratios prudentiels. À cet égard, il faut craindre que les États-Unis, marqués par le « *too big to fail* », ne cherchent à ajouter des ratios prudentiels particulièrement contraignants pour les banques. Sans contester le besoin d'accroître les ratios de capital des banques, même si elles n'ont pas été sous-capitalisées au moment où la crise s'est développée, Jacques de Larosière a insisté sur l'asymétrie des conséquences de telles mesures sur les économies américaine et européenne, le taux d'intermédiation bancaire n'étant que de 20 % aux États-Unis contre deux tiers en Europe.

Un gouvernement économique de la zone euro

Élisabeth Guigou a rappelé le déséquilibre fondamental dont souffre l'UEM instituée par le traité de Maastricht. Si l'union monétaire a été un succès reconnu, il n'en a pas été de même pour le volet économique, de sorte que l'UEM marche sur une seule jambe. Ce dysfonctionnement

s'explique à la fois par le déséquilibre institutionnel et par une volonté politique insuffisante.

Le déséquilibre institutionnel tient au fait que la création de l'euro, qui impliquait celle d'une banque centrale européenne indépendante, aurait dû être accompagnée d'une union économique comprenant une harmonisation des pratiques fiscales. Ce chantier reste inachevé. Il y a donc, d'un côté, un système fédéral sur le plan monétaire et, de l'autre côté, un système intergouvernemental sur le plan économique.

Le Livre blanc sur la compétitivité, la croissance et l'emploi présenté par Jacques Delors en 1993 a été suivi de 14 conseils européens, sans que des décisions concrètes ne soient prises sur les suites à donner à ces propositions.

Le déséquilibre institutionnel aurait pu être compensé par une volonté politique forte au Conseil, reposant sur l'instrument spécifique des GOPE que le traité introduit. Ces GOPE sont toutefois largement restées au niveau des ministres des Finances, au Conseil Ecofin, et non au niveau des chefs d'État et de gouvernement.

Le traité de Lisbonne étant très flou sur les prérogatives du président du Conseil, ce dernier pourrait bénéficier d'une certaine liberté lui permettant de suggérer aux chefs d'État et de gouvernement de réfléchir aux moyens de stimuler l'investissement et à la définition de grandes orientations économiques.

225

LES STRATÉGIES DE SORTIE DE CRISE

Un constat partagé : la nécessité d'une stratégie coordonnée

Tirant les leçons de la crise dans une perspective européenne, Jean-Claude Trichet, président de la BCE, a souligné la fragilité du système financier mondial et européen. Il est notable qu'un consensus se soit dégagé sur le besoin impérieux de rendre le système international plus solide et résilient.

Au sein de l'Union européenne, il faudra que l'Eurogroupe et le Conseil Ecofin donnent des recommandations propres à chaque État membre, en fonction des situations particulières et des marges de manœuvre limitées. Ce traitement différencié ne sera pas facile à obtenir politiquement. Concernant la gouvernance mondiale, un besoin d'évolution, esquissé au moment de la crise asiatique, se traduit aujourd'hui dans les faits. Le G20 réunit désormais les principaux pays du monde. Il convient d'exploiter pleinement ce consensus sur le besoin de transformation de l'ensemble des standards, codes, régulations et législations. La place de l'Europe dans ce processus représente un défi considérable.

Les trois domaines d'une stratégie de sortie de crise

Alexandre Lamfalussy, ancien président de l'Institut monétaire européen (IME), a défini les trois domaines à prendre en compte : le retour à la normale de la politique monétaire, la maîtrise des déficits et de la dette, et le désengagement des gouvernements concernant les garanties ou les participations accordées aux banques.

Dans le domaine monétaire, il plaide pour la résorption des liquidités exceptionnelles créées par les banques centrales. Si la légitimité et l'efficacité des actions menées par les banquiers centraux sont incontestables, celles-ci ne pouvaient constituer qu'une action d'urgence, dont le maintien comporterait des risques majeurs. En effet, cette liquidité excessive pourrait favoriser une poussée inflationniste, mais également l'entretien de nouvelles bulles qui se dessinent déjà. Elle aiguise par ailleurs l'appétit pour le risque qui, par son excès, a joué un rôle majeur dans la préparation de la crise.

En ce qui concerne les finances publiques, l'explosion des déficits et l'augmentation de la dette publique constituent un sujet de préoccupation. En effet, si l'existence de déficits dépassant 3 % du PIB est tout à fait acceptable et même logique dans un contexte de croissance négative (-4 % dans la zone euro en 2009), il faut, selon Joaquin Almunia, prendre conscience de la nécessité, à l'issue de la relance coordonnée, de définir des stratégies de sortie de crise intégrées, avec de vrais engagements, pour la consolidation à moyen terme du niveau d'endettement. Ainsi, les gouvernements ne doivent pas céder à la tentation de se limiter au simple retrait des plans de relance. Il leur faut mettre en œuvre les réformes permettant de consolider les finances publiques d'une façon soutenable, pour faire face aux conséquences du vieillissement notamment, et être attentif à la perte de potentiel de croissance générée par la crise, sujet qui devra être discuté dans le cadre de la nouvelle Stratégie UE 2020.

Le troisième volet inclut la difficile question de la gestion de l'aléa moral. Le désengagement des gouvernements, qui ont accordé des garanties ou pris des participations dans les banques, doit entraîner de profondes modifications dans la structure et le modèle économique de ces établissements. Tirant les leçons de la crise, une réflexion doit être engagée sur la taille de l'ensemble du système financier, la taille des banques individuelles (*too big to fail and perhaps too big to save ?*) et leur spécialisation.

La définition d'un calendrier

La stratégie de sortie de crise doit être préparée, mais introduite avec souplesse, sans calendrier préétabli. Il convient de ne pas recourir à un

« *exit* accéléré », d'une part, parce que le retour à la normale du fonctionnement du marché interbancaire ne doit pas cacher le fait que d'autres segments du marché des capitaux, notamment celui du crédit, restent en panne et, d'autre part, parce que la reprise ne peut être qualifiée de durable, l'augmentation continue du chômage pouvant encore fragiliser toute velléité de reprise. Pour Alexandre Lamfalussy, le processus suggéré ne s'inscrit pas dans le prolongement de ce qui a été fait en préparant l'introduction de l'euro. L'engagement de respecter les dates préannoncées avait alors conforté la crédibilité de l'exercice. Le contexte est aujourd'hui tout autre. L'introduction de l'euro était dictée par le traité, par l'engagement des plus hautes autorités politiques et par le mandat précis reçu par l'IME. La situation actuelle est davantage celle d'une navigation dans des eaux agitées et troubles, non balisées par une expérience fiable. Dans ce contexte, la compétence des banques centrales, telle qu'elle s'est illustrée dans la gestion de la sortie de crise, est un atout déterminant.

Dans le domaine monétaire, Jean-Claude Trichet a réaffirmé que la BCE avait indiqué qu'elle s'engagerait en temps opportun et graduellement dans le dénouement des opérations non conventionnelles, avec le souci de maintenir l'ancrage des anticipations inflationnistes de moyen terme. Cette détermination a joué un rôle majeur puisqu'il n'y a pas eu de matérialisation des risques de déflation et d'inflation et qu'en l'absence d'effondrement des anticipations à deux ou trois ans, les taux d'intérêt réels ont été maintenus à des niveaux très inférieurs à ceux observés dans d'autres économies.

Joaquin Almunia a précisé que s'il existait un accord politique sur la définition, dès aujourd'hui, d'une stratégie de sortie de la relance fiscale et budgétaire, le moment de la mise en pratique n'était pas encore venu. Il faut procéder le plus tôt possible afin d'améliorer la confiance et la crédibilité vis-à-vis des marchés. La coordination des décisions fait l'objet d'un consensus, mais il faudra reconnaître la diversité des situations nationales. Aussi, certains États membres doivent-ils mener dès 2010 une stratégie de consolidation, de retrait du stimulus fiscal. Au niveau agrégé de la zone euro ou de l'Union européenne, le moment pour lancer ces stratégies sera l'année 2011. Pointant la lenteur de la coordination des décisions et leur exécution laborieuse dans le domaine budgétaire, l'ancien président de l'IME a plaidé pour un engagement fort en termes de calendrier et de déroulement.

Le rôle de l'Europe dans une stratégie globale

Mais une réponse crédible à ces questions ne saurait être formulée à l'échelle nationale, ni même à l'échelle européenne : il faut une réponse globale. Pour mener ce dialogue au niveau global, il faut au préalable

un accord intra-européen sur les questions essentielles, permettant à l'Europe de parler d'une seule voix dans le dialogue transatlantique.

Ce dialogue peut aboutir. L'Europe a été le continent le plus audacieux et ambitieux au cours des vingt dernières années. De nombreux projets jugés impossibles ont été de grandes réussites, au premier rang desquels figure l'euro, une monnaie crédible et conforme à la promesse faite à l'ensemble des peuples européens. Les Européens peuvent être fiers de sa résilience et se rappeler qu'il n'y a pas eu en Europe l'équivalent de la faillite de Lehman Brothers, ou l'équivalent du refus par le Congrès du programme TARP (Troubled Assets Relief Program).

Selon Jean-Claude Trichet, cette performance doit beaucoup à la réactivité des institutions européennes. La rapidité du processus qui a vu les propositions formulées par le comité présidé par Jacques de Larosière, dans le domaine de la surveillance micro et macroprudentielle, être reprises par la Commission européenne et adoptées dans le principe par le Conseil mérite d'être saluée.

S'il reste de nombreux chantiers inachevés, comme l'ont rappelé certains intervenants, Alexandre Lamfalussy a lancé un appel pour que les réflexions ne restent pas circonscrites au débat d'experts, mais reçoivent l'attention des autorités politiques. Dans le domaine de la régulation financière comme dans la coordination des stratégies et le rééquilibrage de la croissance mondiale (*rebalancing global growth*), le débat se tient au niveau mondial dans les enceintes telles que le G20 ou le FMI. Pour défendre leurs intérêts et leur modèle, l'Europe et la zone euro devront parvenir à définir des positions claires.

Dans un message vidéo, Christine Lagarde a remercié chaleureusement l'ensemble des orateurs et des participants qui ont joué un rôle décisif dans la création de l'euro. Le dixième anniversaire est l'occasion de célébrer « l'un des plus grands signes de succès de la construction européenne, avec l'élection au suffrage universel du Parlement européen ». Partagée par plus de 300 millions d'Européens dans 16 États membres, la monnaie unique a démontré sa solidité et apporté, à l'occasion de la crise économique et financière, une réponse forte à ceux qui, en 1999, doutaient de la solidité du projet et prédisaient même son échec.

« Club ouvert tourné dans toutes les directions, y compris au nord », la zone euro est appelée à s'élargir et à faire bénéficier à tous les pays de l'Union européenne de ses bienfaits, en termes de développement et de protection. L'unification monétaire a mis un terme aux pratiques de dévaluation, et donc au risque de change, a apporté la stabilité et la

croissance, mais aussi a créé une « confraternité monétaire ». Cette zone monétaire intégrée et ce « passeport financier » que constitue l'euro ont permis le développement du commerce dans « la zone la plus féconde, la plus productive aussi, l'une des plus inventives au monde ». L'euro a contribué au développement des exportations et créé la confiance.

Christine Lagarde a ainsi saisi l'opportunité de cette table ronde pour rendre un hommage appuyé à la BCE et à son président, Jean-Claude Trichet, pour le rôle joué dans ces périodes de crise financière. La politique monétaire commune a protégé les économies européennes et a su répondre aux défis de liquidité en sachant « assouplir de manière intelligente » ses règles. Ce succès de l'unification monétaire rend encore plus pressant l'amélioration de la gouvernance économique de la zone euro. Christine Lagarde a qualifié d'« ardente obligation » le respect de certains objectifs d'une politique économique de reprise : discipline budgétaire et coordination des politiques économiques. En application du PSC, il convient de « s'astreindre, non pas à l'orthodoxie budgétaire, mais simplement à des objectifs qui nous sont communs et qui passent notamment par une politique de finances publiques qui soit exigeante et commune à l'ensemble des pays de la zone euro ».

