

# L'euro et son avenir

Ligue Européenne de Coopération  
Economique  
Cercle Interallié  
Conférence du 30 mai 2022

L'euro, créé en 1999, a traversé près d'un quart de siècle de crises et de tempêtes sans couler. Il est utilisé par 340 Millions d'habitants dans 19 pays de la zone euro<sup>1</sup>. C'est, après le dollar, la seconde monnaie d'usage international.

Et pourtant l'euro devait faire face à une gageure : faire prospérer une monnaie commune dans un espace où les différents pays-membres sont maîtres de leurs politiques budgétaires.

Ce défi a-t-il été tenu ?

En partie oui et en partie non.

## **A. Les aspects propres à la zone euro : une monnaie commune dans un environnement disparate.**

1- En premier lieu, il faut souligner que l'hétérogénéité des politiques économiques de la zone euro s'est accrue durant les dix premières années de cette histoire (2000 à 2009).

Les taux d'inflation se sont écartés – plus élevés dans le « Sud » que dans le Nord de la zone.

Et comme la politique monétaire est unique, il en est résulté que l'inflation du Sud a été encouragée par une politique monétaire trop libérale en moyenne –

---

<sup>1</sup> Les billets en circulation représentent environ 1,5 trillions €.

qui ne pouvait s'adapter à l'hétérogénéité des situations particulières. Pour combattre cette contradiction, il aurait fallu intensifier la coopération macroéconomique et mettre en œuvre des politiques budgétaires plus restrictives dans le Sud. Ce qui ne fut pas fait. D'où la crise souveraine de l'euro à partir de 2010.

2- La crise « souveraine » de l'euro (2010-2012) n'a pu être surmontée que par la résolution montrée par la BCE (« we will do whatever it takes »).

La réaction de la BCE s'est manifestée par une politique systématique de stimulation de la demande et par le LTRO : « Long Term Refinancing Operations » commencé fin 2008 qui a permis de distribuer plus de 1000 Milliards aux banques européennes. Cette politique s'est accompagnée d'une baisse des taux d'intérêts qui ont convergé vers 0.

A partir de janvier 2015, la BCE a lancé un programme d'aisance qualitative (QE) qui se traduit par l'achat par l'Institut d'Émission des obligations souveraines de tous les pays de la zone au rythme de 60 milliards d'euros par mois. Le programme fut plusieurs fois augmenté et prorogé (2016-2017).

A partir de la crise de la pandémie (2020), la BCE a mis en place un vaste programme supplémentaire de rachats d'actifs : le Pandemic Emergency Purchasing Program (PEPP) à hauteur de 1350 Milliards.

L'ensemble de ces achats ont gonflé le bilan de la BCE jusqu'à atteindre 70% du PIB (contre 21% en 2008).

Cette forte réaction stimulatrice de la BCE face aux chocs de la dette souveraine (2010) et à la pandémie (2020-2022), a permis de « sauver l'euro » en réduisant les écarts de taux (« spreads ») sur les différentes signatures et de préserver ainsi l'unité du marché financier et la cohésion de l'Union.

3 -Mais il faut se poser la question : « à quel prix ? »

La question - qui dépasse les frontières de l'euro – du coût de ces mesures de sauvetage et de leurs conséquences à long terme doit être examinée si l'on veut évaluer la pérennité de l'euro.

Les mesures d'assouplissement monétaires ont eu trois effets négatifs principaux :

a- L'augmentation démesurée de la liquidité et de la création monétaire.

La liquidité créée par le QE a continué à s'accumuler depuis 2020 malgré la hausse de la demande et le regain d'inflation (qui avait dépassé son niveau d'objectif de 2% depuis 2019).

Le bilan de la BCE a cru de près de 5000 milliards d'euros de 2014 à 2022.

b- Cette politique très stimulatrice a fragilisé le marché financier.

Les agents économiques se sont endettés massivement, ce qui a multiplié les zones de crédit surexposées et donc la probabilité de défauts et d'une crise financière lors de difficultés conjoncturelles.

La qualité des crédits (« Search for yield ») s'est en même temps détériorée avec l'expansion des prêts aux sociétés cotées médiocrement (en dessous « d'Investment grade »).

c- Avec la baisse des taux d'intérêt on s'est aperçu que l'investissement productif avait tendance à diminuer (-2,5% du PIB mondial depuis 20 ans).

La « trappe à liquidité », hantise de Keynes, s'est produite : les épargnants ont délaissé les investissements à long terme non rémunérés, en faveur de la détention de portefeuilles liquides et sans risques.

La politique ultra-stimulatrice de la BCE a donc contribué à la baisse de l'investissement productif et donc, à moyen terme, à obérer notre croissance future.

\*

\* \*

## **B. La place de l'euro dans le système monétaire international**

L'histoire des relations de change entre l'euro et le dollar est marquée par une assez forte volatilité, ainsi que par la résilience du dollar comme principale monnaie internationale.

### **1) La relativement forte volatilité des relations de change entre l'euro et dollar**

Le niveau de lancement de l'euro en janvier 1999 était proche de la parité 1 euro à 1,1 dollar.

Puis, l'euro s'est mis sur une pente descendante très prononcée pendant 2 ans (de 1999 à 2001) : il a perdu plus de 25% de sa valeur initiale face au dollar.

Suit alors une phase contrastée (entre janvier 2001 et mai 2003) où l'euro regagne du terrain et retrouve son niveau de lancement.

Se succèdent ensuite des phases alternées de volatilité sans que le rapport avec les « fondamentaux » soit très clair et notamment le niveau d'inflation.

- De 2003 à 2008 : c'est une appréciation constante de l'euro face au dollar (affaibli par la baisse des taux US et le déficit extérieur américain).
- De 2003 à 2008, c'est une appréciation constante de l'euro face au dollar (affaibli par la baisse des taux US et le déficit extérieur). En Avril 2008, l'euro atteint son point haut '1,60).

C'est-à-dire 35% d'appréciation par rapport à son point d'entrée.

- De 2008 à 2014 c'est un moyen de yoyo. La crise de 2008 a renforcé le dollar mais le QE américain a limité cette appréciation.

Malgré la crise souveraine de l'euro et la crainte d'une implosion de l'euro en 2010, le « whatever it takes » de 2012 stabilise l'euro autour de 1,30.

- En 2015, avec le QE de la BCE, l'euro chute de 13% contre dollar (1,10) puis se normalise à 1,15-1,20. Et la pandémie a peu d'effets sur le change qui reste au niveau de 1,20.
- Avec la guerre en Ukraine et la détérioration des prévisions économiques de l'Europe, l'euro a baissé sensiblement. Il se situe entre 1,035 et 1,04 depuis le 13 mai dernier.
- Le flou entretenu par la BCE sur l'évolution des taux d'intérêt encourage cette dépréciation de l'euro (depuis 2020, l'euro a perdu 14% de sa valeur contre le dollar US).

## 2) Le dollar reste LA monnaie internationale.

Il demeure la monnaie de réserve la plus utilisée (65% du total des réserves sont libellés en dollar).

Si le dollar partage avec l'euro le libellé des transactions commerciales il n'en est pas moins vrai que le dollar, à cause notamment de l'ampleur de son marché de titres publics et de sa liquidité, est encore la monnaie mondiale.

Le dernier rapport de la Commission sur la zone euro montre qu'en cas de crise, c'est la Fed qui apparaît comme le seul prêteur en dernier ressort – en 2008, la Fed a fourni la liquidité en dollars requise par les pays les plus affectés, alors que décroissaient les actifs liquides émis par la BCE.

Pour que l'euro puisse, un jour bénéficier du « privilège exorbitant » du dollar et, devenir une véritable monnaie internationale, rempart de liquidité et de stabilité en cas de crise, il faudrait :

- Que la coopération et la convergence budgétaire et fiscale entre les membres de l'UE deviennent une réalité opérationnelle,
- Que l'union bancaire soit parachevée, (aujourd'hui les forces de fragmentation sont à l'œuvre),
- Et que le marché unifié des capitaux voie le jour, ce qui est loin d'être le cas (l'excédent des mouvements de capitaux s'exporte en dehors de la zone euro)

\*

\* \*

Il n'est pas exclu que les sanctions monétaires contre la Russie favorisent une tendance au fractionnement de l'usage des monnaies internationales (avec des plates-formes de Clearing qui se développent, par exemple, autour du renminbi). Mais l'euro n'est pas nécessairement la devise qui émergera gagnante de ces changements.

Si les politiques monétaires devaient fortement diverger dans les mois à venir des deux côtés de l'Atlantique, avec une remontée moins accusée des taux en Europe qu'aux US, on pourrait s'attendre à une plus forte dépréciation de l'euro face au dollar.

Mais cette dépréciation resterait sans doute limitée parce que, contrairement aux USA, la zone euro est encore en excédent de balance des paiements courants et exporte ses capitaux à l'extérieur de l'Union.

\*

\* \*

### **Conclusion :**

Mais une incertitude majeure continue à peser sur l'avenir à long terme de l'euro : la soutenabilité de la dette.

La stimulation budgétaire, amplifiée par la pandémie, a abouti à une considérable détérioration des finances publiques de la zone euro.

Le ratio de la dette publique de la zone a bondi de 13 points de PIB au cours de la seule année 2020 pour atteindre 92%.

Le ratio de dette publique des six pays les plus vulnérables (Belgique, Grèce, Espagne, France, Italie Portugal) reste supérieur à 100% de leur PIB.

L'augmentation prévue des dépenses militaires, suite à la Guerre d'Ukraine, va aggraver ces chiffres.

Mais il faut bien comprendre qu'avec l'aggravation des ratios de dettes publiques, le problème de la soutenabilité de l'endettement se pose de manière plus aiguë.

Historiquement, un rapport «  $r-g$  » négatif (où  $r$ =taux d'intérêt,  $g$ = le taux de croissance de l'économie) n'élimine pas pour autant les problèmes de soutenabilité. En effet le taux de croissance et le taux d'intérêt ne sont pas indépendants du niveau de l'endettement. Plus l'endettement s'accroît, plus les taux d'intérêt de marché ont tendance à se relever et l'économie à se fragiliser. D'où l'extrême prudence que l'on doit attacher à la question des risques sur la soutenabilité de la dette en Europe. Il faut comprendre que la création monétaire et l'achat de titres publics ne pourront pas toujours résoudre ce problème. Le Traité de Maastricht comporte des limites quant au financement monétaire du Trésors et les opinions sur cette question sont loin d'être unifiées.

\*

\* \*

En définitive le destin de l'euro dépendra de la volonté politique de réaliser une véritable coopération au sein de la zone.

J. de Larosière

Avril 2022