

LES 20 ANS DE L'EURO :

Voilà 20 ans, le 1er janvier 1999, l'euro devenait la monnaie officielle de l'Union européenne et de ses onze états membres. Depuis, il peine toujours autant à convaincre. Crise de la dette souveraine, chômage, croissance anémique : son bilan n'a vraiment rien de transcendant.

Par **EMMANUEL FERRY**
Banque Pâris Bertrand
Directeur des Investissements

Le 19 janvier 1999, soit seulement 19 jours après le lancement de l'euro, le commissaire européen pour les affaires économiques, financières et monétaires Yves-Thibault de Silguy se risquait à faire un premier bilan. Si on mesure les progrès de l'euro aujourd'hui à l'aune de la grille de lecture présentée alors, force est de reconnaître que le bilan vingt ans après est des plus mitigés.

Sur le volet économique, l'euro devait être un accélérateur de croissance, une solution au chômage de masse et une garantie de prospérité. La performance de la zone euro est médiocre en absolue, avec +1.4% de croissance moyenne depuis 1999, et calamiteuse en relatif, avec 0.8 point de croissance annualisée en moins par rapport aux Etats-Unis. Le pic d'activité constaté en mars 2008 n'a été retrouvé qu'en juin 2015. Le taux de

chômage accuse un niveau moyen de 9.5% de la population active de 1999, avec de fortes disparités entre pays.

Concernant la convergence économique, la mise en place des critères de convergences - les fameux critères de Maastricht - fixait les conditions d'accès à l'Union économique et monétaire : stabilité des finances publiques avec la double limite des 3% du PIB de déficits publics et 60% du PIB de dette, stabilité des prix, stabilité des taux d'intérêt et stabilité du change. Non seulement ces critères de convergence nominale ont été assez peu respectés, mais la convergence réelle entre pays n'a pas eu lieu et ce pour plusieurs raisons.

“ La performance de la zone euro est médiocre en absolue, avec +1.4% de croissance moyenne depuis 1999, et calamiteuse en relatif, avec 0.8 point de croissance annualisée en moins par rapport aux Etats-Unis. ”

UN ANNIVERSAIRE À OUBLIER



20 ans après sa création, le portrait à brosse de l'euro n'est pas forcément des plus flatteurs.

D'abord la convergence nominale s'est faite au détriment de la convergence réelle, en créant d'ailleurs du chômage de masse. D'autre part, l'Union Européenne s'est agrandie très rapidement par le biais de trois élargissements successifs. Cela a conduit à intégrer des pays en phase de rattrapage présentant des écarts structurels importants avec les pays du premier cercle, notamment en matière de productivité, de chômage et de compétitivité. Enfin, la convergence nominale a été obtenue souvent via des efforts de court terme tels que stop and go fiscal et mesures ponctuelles, tandis que la convergence réelle, plutôt le >>>

“ Les politiques d’austérité budgétaire se sont généralisées en 2011. Elles ont eu un caractère pro-cyclique désastreux en amplifiant la diffusion de la crise. ”

>>> résultat de politiques structurelles, a largement été délaissée par les pays les moins vertueux.

Dans les faits, c'est plutôt la divergence économique qui a prévalu. L'Irlande et les pays du Sud, à savoir l'Espagne, le Portugal et l'Italie, ont rapidement présenté des signes de surchauffe immobilière, tandis que l'Allemagne, qualifiée d'homme malade de l'Europe, restaurait ses finances publiques et sa compétitivité après le choc de la réunification. La crise financière a causé un ajustement majeur dans les pays dont le comportement s'apparentait au passager clandestin de l'euro, en cherchant à profiter de la baisse des taux d'intérêt sans faire preuve d'efforts ni de stabilisation des finances publiques ni de réformes structurelles. La politique monétaire unique a exacerbé les excès et les insuffisances des modèles économiques basés sur la dette.

La soutenabilité de l'élargissement de l'UE et de la zone euro a été sérieusement remise en question. En 1999, le sujet était de faire rentrer dans l'euro le plus rapidement les pays que l'on qualifiait de pre-in : la Grèce et le Danemark. Ce dernier n'y a jamais adhéré, tandis que la Grèce a rejoint la zone euro en 2001 mais a failli en sortir en 2015 pour devenir ensuite une économie zombie. L'intégration des pays d'Europe centrale et orientale, faisant passer l'Union de 15 à 25 en 2004, a contribué à complexifier le fonctionnement de l'Europe.

Concernant le volet de la politique économique, les critiques pleuvent. La politique monétaire menée par la BCE n'a pas pu empêcher le développement de bulles immobilières entre 2000 et 2007. La focalisation sur le 2% d'inflation a occulté l'explosion du crédit bancaire. La gestion de la crise financière n'a pas brillé. Les déséquilibres nés de l'euro ont muté en crise bancaire,



crise souveraine, crise économique et enfin crise politique et sociale. Les deux années perdues pour mettre en place des mesures de stimulation massive et non orthodoxes en coordination avec la Fed ont eu un coût économique et social très élevé.

Les politiques d'austérité budgétaire se sont généralisées en 2011. Elles ont eu un caractère pro-cyclique désastreux en amplifiant la diffusion de la crise. Le retard pris par la BCE ne sera jamais rattrapé et pourrait hypothéquer les marges de manœuvre pour contrer la prochaine crise. Quant à la coordination des politiques économiques et la capacité

de l'Europe de s'exprimer d'une seule voix, la crise n'a pas été l'occasion de faire un saut qualitatif. Au contraire, les sources de dislocation sont majeures et l'idée d'une plus grande intégration de la gouvernance de la zone euro se heurte plus que jamais au refus national de transferts de souveraineté. Enfin, dans le domaine industriel, le complet ratage de la révolution numérique est à mettre au compte des institutions européennes qui n'ont pas su créer une dynamique continentale. A contrario, l'Europe était leader en 2000 dans la révolution Technologie-Médias-Télécoms.

Le troisième grand thème est l'internationalisation du rôle de l'euro. Certes l'euro est la deuxième monnaie internationale après le dollar, mais le dollar demeure en réalité la seule monnaie de référence internationale et le poids de l'euro a eu tendance à baisser depuis la crise financière. Sa part dans les avoirs de réserves des banques centrales est de 20%, soit très loin derrière le dollar, qui se situe à 63%, et l'euro demeure une monnaie d'émission obligatoire de second plan. S'il fait quasiment jeu égal avec le dollar dans les paiements internationaux, la montée en puissance des économies émergentes freine son développement, illustrant la préférence pour le dollar. Le taux de change effectif réel de l'euro est aujourd'hui en dessous du niveau de 1999 (-5%), invalidant la thèse initiale d'une monnaie d'épargne forte.

Sur les deux dernières décennies, la place financière de Londres n'a jamais été inquiétée par Paris ou Francfort. Si son influence diminue à l'avenir, ce sera à cause du Brexit et non grâce à l'euro. Les marchés Actions de la zone euro sont sous-développés et en déclin : ils représentent aujourd'hui seulement 10% de la capitalisation boursière mondiale contre 18% en 2001 et en 2008.



EMMANUEL FERRY

Emmanuel Ferry a rejoint comme directeur des investissements la banque Pâris Bertrand en 2009. Au sein de l'établissement, il est également responsable de la gestion de Pâris Bertrand Systematic Asset Management, qui comprend les fonds diversifiés SMART et FAST ainsi que les fonds Actions WISE. Il a auparavant travaillé dans un fonds d'investissement global macro et occupé les fonctions d'économiste de marché et stratégeste dans différents établissements financiers dont Exane BNPP, BNP Paribas et HSBC. Il a commencé sa carrière à la Direction du Trésor, au Ministère des Finances à Paris. Il est professeur affilié à la Toulouse Business School et vice-président de l'ISAG - Investment Strategists Association of Geneva. Emmanuel Ferry est diplômé d'un DEA de Finance et d'Economie Internationale à l'Université de Paris Dauphine.

Son poids boursier est inférieur à son poids économique dans le monde. Rapporté au PIB de la zone euro, le marché Actions ne représente plus que 64% du PIB aujourd'hui alors qu'il s'élevait à 80% en 1999. Cela reflète une atrophie de l'offre : surreprésentation des secteurs régulés, peu de leaders européens à part le luxe, éviction des entreprises par les Etats surendettés. Cela reflète également une atrophie de la demande : pas ou peu de fonds de pension, pas de «Equity culture». Enfin, le dernier point concerne le secteur bancaire. Il est resté peu intégré, la logique de champions nationaux continuant à prévaloir sur une logique de consolidation pan-européenne.

Le dernier volet concerne l'acceptation de l'Europe par l'opinion publique. D'abord, il faut reconnaître que le passage à l'euro pour les particuliers en 2002 a été un succès, tant technique que populaire. Les sondages

“ Les attaques de Donald Trump contre l'Europe sont salutaires car elles mettent les Européens à l'épreuve en révélant leurs carences, leurs divisions et l'absence de projet commun. ”

continuent de délivrer étonnamment une bonne image de la monnaie européenne : pour 64% d'entre eux, l'euro est une bonne chose d'après l'enquête Eurobarometer réalisée en novembre 2018. C'est la plus forte proportion depuis 2002. L'Italie est à 57%, la France 59% et l'Allemagne 70%. Il semblerait que le ressentiment populaire soit davantage vis-à-vis des gouvernements nationaux que des institutions européennes. Les élections européennes qui auront lieu en mai 2019 vont probablement être l'occasion d'exprimer un vote de défiance sur les politiques nationales. La crise sociale porte

davantage sur la nouvelle fracture entre les gagnants et les perdants de la globalisation. L'euro a sans doute contribué à accentuer cette fracture. La situation italienne est très éclairante. La montée populiste est une réaction aux performances calamiteuses de l'économie italienne, comme le montre la quasi-stagnation de son PIB par tête depuis 1999, mais elle n'est pas forcément associée à un souhait de quitter la zone euro. La fin de l'euro n'est plus un tabou vingt ans après son lancement. L'économiste Joseph Stiglitz et le sociologue Wolfgang Streeck ne sont plus des fervents défenseurs de l'Union

monétaire. La monnaie est sans aucun doute le grand succès de la construction européenne, mais le déficit démocratique et l'absence de sécurité commune empêchent d'aller plus loin. L'Union bancaire, le budget européen ou la création d'Eurobonds impliquent des transferts de souverainetés qui ne pourront se faire sans l'assentiment des peuples. Les attaques de Donald Trump contre l'Europe sont salutaires car elles mettent les Européens à l'épreuve en révélant leurs carences, leurs divisions et l'absence de projet commun. Les marges de manœuvre monétaires ou budgétaires sont inexistantes pour contrer la prochaine crise. La BCE a implicitement récupéré la conduite de la politique du taux de change, ce qui enlève toute capacité contra-cyclique de l'euro, c'est-à-dire la possibilité de se déprécier en phase de ralentissement.

Mais le fond du problème réside dans l'extrême faiblesse de la croissance économique potentielle de la zone euro. La monnaie européenne ne peut en aucun cas être un accélérateur de croissance à elle seule. Il y a eu tromperie en la matière. Le traité de Maastricht marque trop les stigmates de la terreur monétaire de l'Allemagne du début des années 90. Il n'y a plus personne aujourd'hui pour associer les performances du modèle mercantiliste allemand avec le succès de la zone euro.

Dans «Vingt ans après» d'Alexandre Dumas, les héros des « Trois Mousquetaires » sont séparés et se sont éloignés pour cause de divergences politiques. Il faudra Cromwell et la Première révolution anglaise pour qu'ils se retrouvent, du moins temporairement. Le Brexit a indéniablement resserré les liens, mais cela ne suffira pas.