

EURO

Le dilemme de M. Duisenberg

par Jean-Jacques Rosa

Ce que d'aucuns appellent la faiblesse persistante de l'Euro suscite des inquiétudes et des spéculations sur l'orientation prochaine de la politique de la Banque centrale européenne. Les craintes concernent une poursuite éventuelle de la dépréciation de la monnaie unique qui, ayant déjà perdu 17 % environ de sa valeur face au dollar depuis sa création, pourrait décourager définitivement les investisseurs internationaux. Ceux-ci escomptant des pertes de change futures retireraient alors leurs fonds d'Europe et accentueraient encore la baisse de l'euro.

Comme souvent en la matière les commentateurs exagèrent le danger d'une spirale de dépréciation. Il existe généralement des limites aux mouvements de change, qui tiennent aux caractéristiques réelles des économies et des politiques monétaires et budgétaires. Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel et les monnaies tombent rarement dans l'enfer d'une dépréciation cumulative et incontrôlable. Tant que les gouvernements européens poursuivent leurs politiques actuelles de réduction des déficits budgétaires, tant que la banque de Francfort ne baisse pas significativement ses taux d'intérêt d'intervention, et dans la mesure où l'euro ne s'écarte pas de façon radicale de sa valeur de parité des pouvoirs d'achat, on ne voit pas pourquoi une spirale baissière s'installerait sur les marchés des changes.

Les spécialistes surestiment souvent les effets psychologiques de second ordre dits "de crédibilité" qui seraient susceptibles, au moindre faux pas, d'amorcer une telle plongée irrésistible de la valeur d'une monnaie. Mais rien de tel ne se produit habituellement dans le monde réel. Les économies et les marchés ne s'écroulent pas sur de simples rumeurs sans fondement objectif. En pratique, les monnaies qui s'effondrent sont celles de pays mal gérés dans lesquels les déficits budgétaires dépassent manifestement les capacités d'extraction fiscale des gouvernements et les politiques monétaires sont très laxistes, ou encore les pays dans lesquels la fixation arbitraire d'un parité de change irréaliste avec le dollar ou toute autre devise de référence viole ouvertement les conditions d'équilibre des prix de mêmes produits dans le pays et sur les marchés internationaux (la parité des pouvoirs d'achat ou "loi du prix unique").

Or au cours actuel de l'Euro, le dollar vaut presque 7 francs ce que plusieurs économistes comme Gérard Lafay, ou l'auteur de ces lignes, considèrent depuis longtemps comme une parité d'équilibre. Le meilleur signe en est qu'à cette nouvelle parité l'économie française renoue avec la croissance tandis que le chômage amorce enfin une décrue. La légère remontée de l'inflation qui nous éloigne du péril déflationniste qui menaçait il y a un an et engendrait à l'époque un pessimisme justifié, accompagne très normalement ce regain d'activité comme le veut la très classique "courbe de Phillips" que certains ont relégué trop hâtivement dans les poubelles de l'histoire économique. Il n'y a rien là que de très normal et de souhaitable. De ce point de vue la politique de la banque centrale européenne est la bonne, après quinze années d'inutile masochisme monétaire qui a coûté très cher à la France et à certains de ses partenaires européens. Mais si elle convient à la France et à l'Allemagne, elle est beaucoup moins adaptée aux cas de l'Espagne, de l'Italie et de l'Irlande où l'expansion approche de plus près les limites des capacités de production et où l'inflation risque en conséquence d'accélérer plus fortement si l'euro continue de baisser.

Nous touchons là du doigt l'impossibilité pratique de définir une politique monétaire à la fois unique et optimale pour onze économies aux structures dissemblables et aux conjonctures

inévitablement différenciées. La critique fondamentale que l'on a pu adresser à l'Euro apparaît ainsi confirmée par les évolutions en cours. Et la politique raisonnable de M. Duisenberg ne peut s'affranchir de cette impossibilité. D'où le dilemme: faut-il continuer à laisser flotter l'Euro à la baisse, ce qui est bon pour la croissance européenne, mais au prix d'une recrudescence de l'inflation dans certains pays, ou faut-il au contraire relever les taux d'intérêt d'intervention pour limiter l'inflation qui menace de dépasser l'objectif - arbitraire - des 2 pour cent, mais du même coup casser la reprise à peine amorcée dans les pays qui disposent des excès de capacité de production les plus importants comme la France ou l'Allemagne?

L'équation est d'autant moins simple que les élections qui s'annoncent à l'horizon préoccupent les gouvernements de plusieurs pays de la zone euro, à commencer par la France. Le risque est donc asymétrique: avec les politiques actuelles un affaiblissement plus marqué de l'Euro semble assez peu probable, tandis qu'un freinage monétaire qui ferait remonter la devise des onze risque de compromettre un début de reprise attendu depuis longtemps. Et les préoccupations dissemblables des divers gouvernements ne vont pas faciliter la tâche de M. Duisenberg, ce qui explique probablement le prudent attentisme qui a caractérisé le début de sa gestion et qui est parfois qualifié d'immobilisme.

En tout état de cause la situation française est moins confortable qu'il n'y paraît. L'effet de la dévaluation de 17 % de l'euro et du franc est à présent pleinement engrangé, ce qui explique la remontée du taux de croissance des derniers mois. Une telle aubaine, ou plus exactement ce retour à des politiques d'équilibre, ne peut se produire qu'une fois. Il y avait tant de retard accumulé dans l'investissement des entreprises qu'un stimulant de cette ampleur aurait même dû engendrer un rythme de croissance beaucoup plus fort. Mais les spécialistes du marché du travail estiment que le taux de chômage naturel se situe aujourd'hui à un niveau élevé, de l'ordre de 9 pour cent contre 4 pour cent aux Etats-Unis.

Ce taux naturel pénalisant pour le potentiel de croissance non inflationniste s'explique par l'héritage d'un bon nombre d'années à fort chômage, ce qui tend à déqualifier progressivement une partie de la main d'oeuvre, mais aussi par les politiques adoptées par le gouvernement actuel avec l'usine à gaz des 35 heures, le coût croissant des cotisations sociales et l'alourdissement des réglementations. Si tel est bien le cas, la poursuite de la croissance actuelle va rapidement trouver ses limites, d'ici quelques mois ou au début de l'année prochaine lorsque le chômage sera ramené à ce niveau structurel. Il devrait alors se produire une accélération de l'inflation qui rangerait la France dans le camp de l'Italie et de l'Espagne et donnerait une raison supplémentaire à la banque centrale européenne de durcir sa politique des taux. La question du calendrier est donc décisive à la fois du point de vue économique et politique. Le triomphalisme récent des commentaires officiels sur la croissance, compréhensible après tant d'années de pénitence, devrait être bientôt révisé à la baisse sans que l'on puisse attendre beaucoup plus d'une politique monétaire expansionniste. Mais il faut espérer que M. Duisenberg ne se laissera pas pour autant impressionner par les craintes exagérées des "euro-monétaristes" extrêmes et conservera le cap d'une orientation favorable à la croissance.

JJR

Le Figaro, 3 mars 2000