

# L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE : L'ENTRÉE DANS UNE ÈRE DE MOINDRES ESPÉRANCES ET D'INCERTITUDES GRANDISSANTES

DANIEL DAIANU \*

**A**vec le concours de la « grande modération » ambiante au cours de la dernière décennie, l'Union économique et monétaire (UEM) (comme un *proxy* de l'Union européenne) a démenti les pires prévisions<sup>1</sup> et s'est affirmée comme une puissance économique mondiale, même si sa voix sur le plan institutionnel n'est pas à la mesure de son poids. La crédibilité de la Banque centrale européenne (BCE) s'est affirmée plutôt rapidement grâce, entre autres, aux bons antécédents des banques centrales de certains pays membres. La part de l'euro dans les actifs officiels identifiés en devises étrangères a augmenté de 18 % à plus de 26 % entre 1999 et 2007<sup>2</sup>. En outre, la zone euro est apparue comme un refuge pendant la crise financière actuelle.

Mais les faiblesses de l'UEM ont été davantage révélées durant cette crise financière sans précédent (depuis la Grande Dépression). Cette crise va restreindre l'activité économique dans les années à venir. Les marchés uniques vont-ils se disloquer ? Cette crise ébranle-t-elle les principes du marché financier unique ? L'UEM dispose-t-elle des mécanismes adéquats (y compris les structures de régulation et de supervision) pour faire face à une crise de cette ampleur ? Les mécanismes de décision alambiqués qui sont nécessaires pour obtenir un consensus à l'échelle de l'UEM, l'absence d'un véritable organisme fiscal central (qui aurait permis une coordination plus efficace avec la politique monétaire), la rigidité des marchés du travail, mais aussi

145

---

\* Professeur d'économie, École des études politiques et administratives (Bucarest) ; ancien ministre des Finances de Roumanie ; ancien député européen.

la menace d'un important problème d'endettement accumulent les nuages sur l'avenir de l'UEM. Les pressions de la concurrence seront également en augmentation. L'Asie va très probablement présenter sa propre version d'une monnaie de réserve mondiale, la Chine offrant le plus grand potentiel dans ce domaine. Les perspectives de l'euro dans un monde ayant plusieurs monnaies de réserve dépendront de la manière dont les décideurs européens seront capables de résoudre les insuffisances internes de l'UEM. Si la crise de la dette qui se profile n'est pas évitée, la zone euro sera sous pression, ce qui pèsera sur sa viabilité.

L'avenir de l'UEM doit être évalué - sur le fond de crise financière et économique actuelle - dans un contexte plus large. Cette crise a mis en évidence les risques et les dangers de la déréglementation (ainsi que d'une supervision inadaptée) des marchés financiers et soulève des questions fondamentales pour la gouvernance publique ; elle devrait être mise en parallèle avec l'échec retentissant du cycle de négociations commerciales de Doha, avec la résurrection du nationalisme économique dans les pays industrialisés, qui n'est plus une nouveauté, mais aussi avec les conséquences géopolitiques de l'ascension économique de la Chine et d'autres puissances mondiales émergentes. L'ouverture économique est perçue par les gouvernements nationaux avec ses avantages et ses inconvénients ; les risques systémiques, pas seulement de caractère économique, seront de plus en plus à l'ordre du jour dans les années à venir. Cette remise en question implique une plus grande présence des gouvernements dans l'économie, ainsi que des cadres réglementaires élargis ; certains sont rendus nécessaires par la crise actuelle, mais tout le contexte subit un changement de *Zeitgeist* et de paradigme politique.

146

### *LES DÉFIS LANCÉS À L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE*

Les défis au fonctionnement de l'UEM trouvent leur origine dans les conditions économiques de la zone monétaire. Les fondements théoriques de celles-ci découlent de la théorie de la zone monétaire optimale (ZMO) qui montre que l'adoption d'une monnaie unique est bénéfique lorsque la zone monétaire est fortement intégrée sur le plan économique et est capable de s'ajuster rapidement à des chocs asymétriques (Mundell, 1961 ; McKinnon, 1963). Traditionnellement, on considère qu'il existe cinq propriétés centrales pour une ZMO, à savoir : flexibilité des prix et des salaires, intégration du commerce, convergence des cycles, mobilité des facteurs et fédéralisme fiscal, qui sont utilisés pour évaluer le succès d'une région ZMO. Sur ces bases, la zone euro semble avoir encore du chemin à faire pour parvenir à un fonctionnement efficient.

Dans l'Union européenne, la fixation des salaires continue à être effectuée, de manière prédominante, au niveau national. Ce mécanisme renforce l'absence relative de flexibilité des marchés du travail dans chacun des pays. À l'intérieur de la zone euro, les salaires réels ont une rigidité tendancielle à la baisse, avec un taux relativement élevé d'indexation. En outre, bien que les taux d'intérêt nominaux aient pratiquement convergé, il subsiste de fortes disparités entre les taux réels des pays membres de la zone euro. Bien que la synchronisation des cycles économiques semble avoir progressé au sein des pays de la zone euro, elle est surtout le résultat de la réduction récente des fluctuations de l'ampleur des échanges mondiaux. Cependant, des différences structurelles demeurent entre les pays membres de la zone euro. La mobilité du travail reste très limitée, en dépit de la persistance de différences dans le chômage régional. Compte tenu de l'existence d'une autorité monétaire européenne, la BCE, les arguments en faveur d'une autorité fiscale européenne sont incontestables. Celle-ci apporterait une plus grande marge de manœuvre pour les mécanismes fiscaux de transfert de pouvoir d'achat face à des chocs idiosyncratiques. Elle réduirait aussi la pression sur la BCE, quand celle-ci doit traiter des divergences régionales. Le budget de l'Union européenne est d'un peu moins de 1 % de son PIB, ce qui offre peu de perspectives pour la stabilisation des transferts entre les États. En outre, une grande part de ce budget est allouée aux dépenses de la Politique agricole commune (PAC) et aux fonds structurels, qui sont faiblement corrélés aux fluctuations cycliques dans les différents États membres.

147

### *La menace d'une crise de la dette*

L'UEM est la seule région du monde qui ait une politique monétaire centralisée, mais préserve une approche nationale de la politique fiscale. Les fondements de celle-ci sont définis dans le Pacte de stabilité et de croissance qui constitue un instrument de coordination dans l'Union européenne. Parce que la crise financière a un impact sévère sur les budgets nationaux, les règles du Pacte de stabilité et de croissance ont pratiquement été mises à l'écart. Le coût du sauvetage des banques est proprement stupéfiant et l'augmentation des dettes publiques est plutôt inquiétante. Il y a deux sujets de débat dans ce domaine. L'un porte sur ce qui pourrait devenir un endettement insoutenable pour l'UEM par rapport au reste du monde. Si les déficits budgétaires cumulés (au sein de l'UEM) et l'endettement du secteur privé se transforment en un déficit important des comptes courants dans les prochaines années, ceci porterait inévitablement atteinte au statut de la zone euro tout entière dans le long terme<sup>3</sup>. Vraisemblablement, les candidats probables au financement des déficits extérieurs de l'UEM viendraient d'Asie,

où le yuan deviendrait probablement une monnaie de réserve régionale et mondiale. Un deuxième élément du problème de la dette est la relation entre ces économies (au sein de l'UEM) qui réalisent des excédents de leurs paiements courants (principalement l'Allemagne) et ceux qui connaissent d'importants déficits persistants (comme le Portugal, l'Italie, la Grèce). La crise financière a mis en évidence les tensions internes qu'une répartition inégale de compétitivité (sous la forme d'une convergence insuffisante) peut créer au sein de l'UEM<sup>4</sup>. Cette importante faiblesse interne doit également être prise en compte si l'on veut éviter que la zone euro ne souffre de fissures très néfastes.

Le problème de la dette serait aggravé si la BCE et d'autres banques centrales de l'Union européenne tentaient de prévenir les pressions inflationnistes<sup>5</sup> en relevant les taux d'intérêt ; car dans ce cas, une rechute dans la récession pourrait se produire, ainsi qu'une nouvelle crise bancaire.

En dehors des effets de la crise financière actuelle (le coût des sauvetages et les énormes emprunts gouvernementaux), une autre menace pèse sans aucun doute sur la santé des finances publiques : le vieillissement de la population. Les projections de l'Union européenne concernant les dépenses liées au vieillissement dans son scénario (Commission européenne, 2006 ; Barber, 2009) « sans changement de politique » envisagent un ratio dette/PIB de plus de 180 % pour l'Union européenne en 2050. Les ratios individuels pourraient être bien plus élevés, la Grèce atteignant 450 % et le Portugal 520 %. Pensez seulement que ces chiffres devront être revus en fonction de l'augmentation rapide des déficits budgétaires dans l'ensemble de l'Union européenne<sup>6</sup>. Des réformes de la sécurité sociale sont une obligation dans de telles circonstances. La durabilité à long terme des finances est un élément important pour l'Union européenne tout entière car les effets négatifs de la non-viabilité des finances publiques d'un seul pays de l'Union européenne pourraient se répandre dans les autres pays membres. En outre, les primes de risque de pays de l'Union européenne dont les finances publiques ne seraient pas solides pourraient augmenter par rapport aux autres pays membres, rendant plus difficile pour les premiers de refinancer leur dette. Dans la zone euro, la fragilité budgétaire de certains pays membres pourrait être un handicap contingent pour ceux qui respectent la règle du jeu. L'adoption d'une vision de long terme pour la politique fiscale de l'Union européenne, dans le cadre de laquelle ces problèmes seront pris en compte, est obligatoire. Des programmes budgétaires pluriannuels sont utiles parce qu'ils réduisent les possibilités d'interventions opportunistes des gouvernements dans la politique fiscale, mais l'adoption

d'une vision à plus long terme pour les finances publiques de l'Union européenne exigerait des changements dans la manière dont la politique fiscale est conduite.

Idéalement, du point de vue de la coordination des politiques monétaire et fiscale, une union monétaire devrait avoir une autorité fiscale analogue. En pratique, cependant, ceci est très difficile à réaliser pour des raisons politiques. La résistance des gouvernements nationaux, qui désirent conserver la discrétion sur leur politique fiscale et le contrôle de leur budget national, continuera, très probablement, d'être très forte. La crise financière a renforcé ces réticences, en raison de l'absence de dispositions adéquates de répartition des charges.

### *La nouvelle donne pour l'énergie et le climat*

La politique européenne de l'énergie joue un rôle de plus en plus important dans le cadre politique de l'Union européenne. Les mesures adoptées dans ce domaine par cette dernière envisagent la réalisation d'un certain nombre d'objectifs pour l'année 2020. En prenant 1990 comme année de référence, le but est, pour l'Union européenne, de réduire de 20 % les émissions de gaz à effet de serre, d'utiliser des énergies renouvelables pour 20 % de sa consommation et d'améliorer l'efficacité énergétique de 20 %. Ces politiques insistent sur la nécessité d'assurer les approvisionnements, de lutter contre le changement climatique et de mettre en place un secteur énergétique compétitif pour l'ensemble de l'Union européenne.

Les coûts initiaux associés à ces changements seront importants et affecteront divers pays membres de l'Union européenne à des degrés différents, et sans aucun doute aussi les membres de la zone euro. Ceci est le résultat de la diversité des sources d'énergie existantes et des structures économiques différentes au sein de l'Union européenne. Les hausses du coût relatif du choc énergétique affecteront très durement les économies à faible valeur ajoutée et qui consomment trop d'énergie (dont la plupart des nouveaux pays membres). Cette situation se traduira par une dynamique négative des coûts unitaires du travail. Le taux de dépendance énergétique de l'Union européenne, calculé sur la base des importations nettes d'énergie divisée par la consommation brute d'énergie, devrait augmenter de 53 % actuellement à 65 % en 2030. Ces seuls changements devraient déjà modifier les mécanismes d'approvisionnement en énergie et pourraient transformer en profondeur les structures économiques de certains pays. Par exemple, les industries qui dépendent trop du pétrole et du gaz cesseront d'être compétitives lorsque les prix de ces produits augmenteront et que le prix des autres sources d'énergie baissera<sup>7</sup>. En outre, les coûts associés à ces changements sont à la fois monétaires et non

monétaires, ce qui complique encore l'élaboration de scénarios capables de quantifier leur impact sur les pays de l'Union européenne individuellement.

*Intégration financière, régulation et supervision  
dans l'Union européenne*

Alors que les institutions financières de la zone euro ont étendu leurs activités au-delà des frontières nationales, les systèmes financiers de différents pays se sont de plus en plus imbriqués les uns aux autres. Comme l'a montré la crise financière actuelle, l'apparition d'une crise dans un pays donné peut rapidement se propager aux autres pays et secteurs financiers. Dans ce contexte, l'instauration d'un système adéquat de régulation et de supervision devient importante pour le fonctionnement des marchés financiers. La stabilité financière est devenue une question cruciale en elle-même.

Le rapport du groupe de Larosière (2009) et les décisions du Conseil Ecofin du 9 juin 2009 ont instauré un Conseil européen du risque systémique (CERS) et un renforcement de la supervision micro-prudentielle en transformant les comités Lamfalussy « de niveau trois » en « autorités européennes ». Ces décisions ont relancé la création d'un système européen de régulation et de supervision. Cependant, il y a des signes qui montrent que la crise tend plutôt à renforcer la tendance à une plus grande localisation des activités financières et à une fragmentation *de facto* des marchés. Ceci peut n'être qu'un phénomène temporaire. Mais il peut aussi perdurer en montrant les limites de la mondialisation (de marchés uniques), une inversion des dynamiques de la dernière décennie. Ce n'est pas nécessairement un mal dans la mesure où il démontre une prise de conscience (de la part des banques et des gouvernements) quant aux risques qu'entraîne une expansion excessive des opérations financières au-delà des frontières.

150

*LA CRISE FINANCIÈRE ÉPROUVE-T-ELLE  
L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE ?*

La crise financière actuelle impose de repenser en profondeur les risques systémiques et les politiques de réponse. Sans surprise, l'Union européenne présente plus de défis que n'importe quelle autre région du monde dans ce domaine :

- parce qu'étant une union d'économies, elle est la plus intégrée financièrement et un marché unique des services financiers fait partie intégrante de sa logique de fonctionnement ;
- parce que les prérogatives de régulation et de supervision ainsi que les charges budgétaires restent fondamentalement entre les mains des

gouvernements nationaux et sur les épaules des contribuables, respectivement ;

- parce que des innovations financières intensives, très risquées, ont aussi été pratiquées par les groupes financiers européens, avec leurs effets hautement délétères lorsque la crise a éclaté ;

- et enfin, parce que dans le cas des nouveaux pays membres (d'Europe centrale et orientale), les marchés bancaires connaissent d'importantes opérations transfrontalières ; l'euroïsation est une caractéristique importante du crédit local, dans la mesure où les marchés bancaires locaux sont dominés par des groupes étrangers.

Si les marchés financiers sont intrinsèquement instables (pas dans le sens de l'hypothèse des marchés efficients d'Eugène Fama), comment notre *policy mix* et nos politiques de réponse devraient-ils s'articuler au niveau national et européen ? Des changements importants des structures de régulation et de supervision sont absolument nécessaires et le groupe de Larosière comme le rapport Turner (Financial Services Authority, 2009) montrent clairement la bonne direction, de même que les rapports approuvés par le Parlement européen et les nouvelles directives de la Commission européenne. Mais cela suffit-il ? Car de nouveaux organismes de régulation et de supervision ne suffisent pas pour adapter les politiques à une nouvelle lecture, radicalement différente, du fonctionnement des marchés financiers. La politique, elle-même, doit sans doute être modifiée.

151

Par exemple, comment cette crise peut-elle changer la pratique de la politique monétaire en fonction de l'accent mis désormais sur la stabilité financière ? Un problème concerne le contrôle des agrégats monétaires lorsque l'expansion du crédit est très forte et que l'innovation financière distend la relation entre la base monétaire,  $M_0$ , et la masse monétaire,  $M_2$ . Au cours des trois dernières décennies, la relation entre  $M_0$ , que la banque centrale contrôle, et  $M_2$ , que la banque centrale ne contrôle pas, s'est considérablement affaiblie. Ce qui a considérablement compliqué la mise en œuvre par la banque centrale de sa politique monétaire. Avec le recul, la croissance de  $M_2$  dans un contexte mondial de faible inflation a été rendue possible grâce à l'utilisation de l'effet de levier par les institutions financières, aidées par la mise au point de produits financiers complexes et par la création d'une architecture parallèle au système bancaire (ce que l'on appelle désormais le « système bancaire parallèle »). La taille de ce dernier, qui n'est pratiquement pas régulé, a crû constamment pendant les dix à quinze dernières années. Cette évolution nous remet en mémoire le rapport Gurley-Shaw qui, il y a plusieurs décennies, soulignait la difficulté qu'il y a à distinguer le crédit de la monnaie et, par conséquent, les obstacles considérables à une politique monétaire

efficace. La stabilité financière, qui est très explicitement ajoutée à l'objectif de stabilité des prix, compliquera la conduite de la politique monétaire<sup>8</sup>.

Et qu'en est-il des mouvements de capitaux ? Un exemple dans ce domaine est l'obligation, parmi les critères d'adhésion à l'Union européenne, d'ouvrir complètement les comptes de capitaux au moment de l'adhésion à l'Union européenne, bien qu'il existe des arguments puissants pour retarder ce processus en raison de circonstances économiques particulières. Mais une confiance profonde en un fonctionnement harmonieux et efficient des marchés financiers et une convergence nominale et réelle inévitable l'ont emporté. Nous voyons aujourd'hui combien la condition de l'ouverture des comptes de capitaux était risquée dans le cas des nouveaux pays membres. Les accords de Vienne, qui prévoyaient un report des dettes à court terme du secteur privé vers des banques étrangères, sont une restriction *de facto* de la liberté des mouvements de capitaux. C'est là un exemple éclairant de l'écart qui existe entre ce que la réalité exige et ce que les règles du jeu officielles prévoient. De même, une proposition qui imposerait des restrictions à l'expansion de filiales bancaires dans certaines régions irait dans le même sens (restrictif) (Conseil de l'Union européenne, 2009).

152

Le traitement inadéquat de la répartition des charges fiscales (comment répartir le fardeau fiscal entre les contribuables nationaux dans le cas de la faillite d'une banque dépendant de plusieurs juridictions) alimente le désir des autorités nationales de conserver le contrôle des événements. La crise a montré que l'inexistence d'un dispositif de partage des charges en cas de crise constitue un grave handicap pour le marché unique - en dehors de la régulation et de la supervision inadéquate des marchés financiers. Car la sécurité et la santé d'un groupe financier transfrontalier seront vues comme dépendant de la capacité du pays hôte à soutenir le groupe financier dans son entièreté, ou par la mise en œuvre d'accords de partage des charges antérieurs (entre le pays d'origine et le pays hôte). À défaut d'un progrès manifeste dans le domaine du partage des risques budgétaires, le développement d'un système (unifié) de régulation et de supervision à l'échelle de l'Union européenne serait sérieusement compromis.

Enfin, quelles seraient les conséquences d'une grave crise de la dette pour le secteur bancaire dans l'UEM ? Les efforts pour lutter contre les pressions inflationnistes pourraient provoquer un retour de la récession et une nouvelle crise bancaire. Que feraient les gouvernements de l'UEM (Union européenne), mais aussi des États-Unis ? Une nouvelle série de recapitalisations bancaires sur les deniers publics (dressant les banques contre les contribuables) serait très difficile à mettre en œuvre pour des raisons politiques et sociales. Une recapitalisation

financée de l'extérieur entraînerait une prise de participations importantes par des institutions financières de pays en ayant les moyens - et je fais clairement référence à la Chine, notamment. *Mutatis mutandis*, la situation serait similaire à celle de la crise asiatique d'il y a une décennie, lorsque les grands groupes bancaires des États-Unis et de l'Union européenne ont pris des participations dans les banques d'Asie. Mais cette fois, la situation serait inversée. Les décideurs des États-Unis et de l'Union européenne devraient alors faire face aux conséquences géopolitiques d'une telle situation.

### *L'ADOPTION DE L'EURO*

La crise asiatique d'il y a une dizaine d'années a amené certains commentateurs à parler d'une « solution à deux coins »<sup>9</sup> pour remédier à la situation des taux de change et pour prévenir les calamités financières. La crise financière actuelle a souligné le rôle des monnaies de réserve en tant que « refuges » pendant les périodes de grande difficulté ; c'est comme si nous allions vers un paradigme de la « solution à un coin » en matière de politique de change. Ce rôle de la monnaie unique a relancé la controverse sur l'adoption de l'euro pour les pays de l'Union européenne qui ne sont pas dans la zone euro, les nouveaux et, ce qui est intéressant, les plus anciens. Pour les anciens pays membres, adhérer à la zone euro est davantage une décision politique, même si des arguments économiques peuvent être également avancés. Pour les nouveaux membres, l'adoption de l'euro est plus compliquée, car elle suppose de respecter les critères de Maastricht, aussi contestés soient-ils en ce qui les concerne.

Sur les plus anciens pays membres, qui ne font pas partie de la zone euro, les analystes (Buiter et Sibert, 2008) discernent plusieurs aspects qui donnent à penser que leurs économies sont vulnérables aux tensions sur les marchés financiers internationaux. Notamment les pays qui sont petits, qui ont un secteur bancaire important, exposé à l'international, qui ont leur propre monnaie et qui disposent d'une capacité de réserve limitée par rapport à la taille éventuelle d'un manque de solvabilité du secteur bancaire sont particulièrement vulnérables. Dans l'Union européenne, il s'agit du Danemark, de la Suède et du Royaume-Uni, bien que ce dernier soit plus grand que les deux autres et qu'il ait des antécédents de monnaie de réserve. On pourrait avancer que le Danemark comme la Suède vont accélérer la procédure d'adoption de l'euro. Pour le Royaume-Uni, les perspectives ne sont pas aussi bonnes.

Les événements récents sur les marchés financiers d'Europe ont amené la BCE à intervenir et à garantir un soutien pour certains

nouveaux adhérents. Il s'agit d'une initiative sans précédent. Le soutien financier de la BCE peut être considéré comme une action préventive cherchant à préserver la stabilité financière qui existait dans une zone euro plus vaste. Ceci met également en relief la vulnérabilité des systèmes financiers des nouveaux membres, dont ils ne sont pas nécessairement responsables.

La vague d'attaques spéculatives sur les devises des nouveaux adhérents et la menace grandissante sur leur stabilité financière ont amené certains gouvernements à tenter d'accélérer leur entrée dans la zone euro. Mais les critères de Maastricht restent un obstacle considérable à une adoption rapide de l'euro et ils semblent encore plus difficiles à atteindre dans le cadre du contexte économique mondial actuel. La Commission européenne pourrait, en théorie, adopter une attitude plus tolérante envers les nouveaux membres désireux d'adopter l'euro en assouplissant ou en adaptant les critères de Maastricht. Mais un bon nombre de personnes d'influence pourrait soutenir qu'autoriser des économies dans une situation plus « fragile » à entrer dans la zone euro affaiblirait la monnaie commune. D'un autre côté, la BCE a un devoir matériel et sans doute moral d'aider les banques centrales des nouveaux membres en cas de besoin. Et s'il en est bien ainsi, les engagements contingents (que représentent les lignes de *swap* et autres dispositions) peuvent être tout à fait importants ; ils peuvent même être en augmentation si les nouveaux membres ont de plus en plus de mal à faire face aux conséquences de leur situation extérieure à la zone euro. C'est pourquoi, il est possible qu'une analyse des coûts et des avantages conclue en faveur d'une procédure plus rapide pour l'accession à la zone euro de certains des nouveaux membres dans le cadre d'un examen de la situation de la monnaie commune dans son ensemble.

Il est vrai que les craintes de propagation d'un syndrome de laisser-aller en matière d'orthodoxie fiscale ne sont pas sans fondements. Souvenons-nous seulement des expériences de l'Italie, du Portugal (Blanchard, 2006) et de la Grèce après leur entrée dans la zone euro. Mais, sans doute, certains nouveaux entrants seront probablement plus sérieux fiscalement dans la zone euro que certains membres anciens, comme ceux que nous venons de citer. Et dans ce cas, l'argument d'un affaiblissement de l'euro, en raison d'un élargissement précipité à l'Est, perd de sa force.

Les nouveaux membres sont, semble-t-il, dans une situation de « *catch 22* » en raison de la crise financière actuelle : s'ils restent en dehors de la zone euro, ils tendent à devenir plus vulnérables (les attaques spéculatives contre leurs monnaies en sont la preuve) ; s'ils entrent trop rapidement, ils risquent de ne pas pouvoir surmonter

la perte de la flexibilité qui découle du renoncement à leur politique de taux de change et à leurs outils de politique monétaire. Il est cependant juste de dire qu'il existe des différences importantes entre les nouveaux pays membres - pensez simplement à ces pays qui ont des *currency boards* et à ceux qui laissent flotter leur monnaie, à leurs politiques fiscales et aux tailles différentes de leurs déficits des comptes courants.

### LES LIMITES DE L'OUVERTURE

La crise actuelle démontre avec force qu'un des legs intellectuels de Keynes, qui était inscrit dans les accords de Bretton Woods - à savoir que des flux très volatils de capitaux sont mauvais pour le commerce et la prospérité -, n'a rien perdu de sa justesse. En outre, l'importance des risques systémiques a été crûment et douloureusement rappelée pendant cette crise. Depuis des décennies, un mantra est répété de par le monde : on ne peut pas faire grand-chose au niveau de la politique nationale parce que les marchés mondiaux peuvent punir un gouvernement. Les marchés mondiaux seraient-ils de droit divin ? Ne sont-ils pas, en dehors de leurs outils technologiques, également le produit des décisions de personnes humaines concernant les règles de la finance, du commerce et de l'investissement ? L'argument selon lequel nous ne devrions pas revenir en arrière peut être valable, en ce sens que les systèmes ouverts apportent des avantages. Et ici, les préoccupations de Pascal Lamy et d'autres fonctionnaires internationaux de haut niveau sont fondées. Mais prétendre que l'on ne peut rien faire en ce qui concerne les flux financiers, lorsqu'ils provoquent des calamités, n'est pas convaincant. Le secteur bancaire parallèle (y compris les *hedge funds* et les *private equity funds*) peut-il être régulé ? Bien sûr que oui ! Pouvons-nous limiter l'effet de levier dans la finance ? Bien sûr ! Pouvons-nous interdire les ventes à découvert s'il le faut ? Certainement ! Pouvons-nous réguler les agences de notation ? Bien sûr ! Pouvons-nous imposer des restrictions aux comptes de capitaux en cas de besoin, même s'il faut penser aux arbitrages de la réglementation ? Bien sûr ! Pouvons-nous instaurer une taxe Tobin pour décourager les opérations spéculatives et tenter de réduire un secteur financier hypertrophié ? Nous le pouvons ! Pouvons-nous interdire les opérations pour compte propre et les opérations à risques des banques commerciales (qui utilisent l'argent des déposants) ? Oui. Ceux qui disent qu'il est difficile de freiner les mouvements de capitaux aujourd'hui n'ont pas tort, mais ils n'ont pas raison non plus. De même, l'argument selon lequel l'innovation financière doit échapper à tout contrôle semble creux quand on voit la toxicité de nombre de ses produits.

Le libre-échange en tant que slogan continuera d'être approuvé verbalement dans le monde entier, mais, dans les années à venir, des pratiques commerciales seront vraisemblablement remises en cause en raison des préoccupations grandissantes des États en matière de sécurité. Un sujet de préoccupation porte sur le coût des ajustements des pressions concurrentielles. Dans une économie mondiale, où les situations de gagnant-perdant ne sont pas rares et où des économies actuellement prospères peuvent se retrouver en position de perdantes, des restrictions au commerce et à l'investissement, plus ou moins subtiles, seront utilisées. Certaines études importantes montrent que les politiques industrielle, commerciale et d'investissement peuvent faire la différence, dans le bon sens, pour ceux qui les pratiquent. Et les pays occidentaux peuvent essayer d'y recourir afin de protéger leurs avantages compétitifs dans l'économie mondiale<sup>10</sup>. D'autres préoccupations ont trait à la « sécurité réelle ». La crainte de « commercer avec le rival » peut aboutir à l'imposition de restrictions - tout à fait dans l'esprit des vieilles normes du COCOM (Comité de coordination pour le contrôle multilatéral des échanges) (en vigueur pendant la guerre froide). Les obstacles au commerce peuvent aussi resurgir à cause de l'idée qu'il est bon de ne pas trop dépendre de fournisseurs lointains pour ce qui est des produits alimentaires de base. Les changements climatiques pourraient aussi amener les gouvernements à considérer l'agriculture domestique comme un moyen de protéger l'habitat local, ce qui pourrait réduire de façon spectaculaire les flux commerciaux sous le coup d'une rationalisation rigoureuse. La sécurité et le coût de gestion des réseaux pourraient également entrer en ligne de compte - le terrorisme étant ici aussi un facteur. Nous pouvons penser à l'échelle mondiale, mais être contraints, en raison de diverses considérations sur les risques, à se limiter à ce que nous considérons comme des pratiques de commerce et de production plus sûres. De cette manière, nous pouvons imaginer une ouverture commerciale optimale.

Une ouverture bien gérée peut être préférable pour la concurrence à une libéralisation sans entraves qui aboutit à la formation de quelques entreprises mondiales géantes dans divers domaines (la crise financière actuelle favorise les grands groupes qui peuvent avaler leurs concurrents plus faibles). Ces préoccupations multiples pourraient aussi stimuler la formation d'alliances (commerciales, mais pas seulement) entre des groupes de pays qui partagent certains intérêts. Les États-Unis forment déjà un tel bloc. Une zone commerciale transatlantique pourrait se constituer. Nous pourrions voir son équivalent en Asie, quoique la rivalité entre la Chine, l'Inde et le Japon constitue un sérieux handicap dans ce domaine. Mais n'oublions pas qu'à la suite de la crise asiatique, il fut question de créer une union monétaire dans la région,

et une proposition de ce type peut, en fin de compte, se réaliser. Et si le yuan devenait une monnaie de réserve, les arguments en faveur d'une zone monétaire asiatique augmenteraient.

Les obstacles à une liberté totale en matière de commerce, d'investissement et de finance dans le monde pourraient également venir de l'avènement d'un système mondial multipolaire. Les effets de la crise mondiale ont frappé le monde occidental, alors que des mouvements tectoniques sont en cours dans l'économie mondiale depuis une décennie. L'avènement de la Chine, de l'Inde, du Brésil, la résurrection d'une Russie capitaliste (qui bénéficie d'énormes ressources naturelles) ouvrent la porte à un monde de plus en plus multipolaire, avec des répercussions économiques et géopolitiques croissantes. La lutte pour des ressources épuisables (pétrole et gaz notamment) met ce phénomène en évidence.

Comment l'UEM (Union européenne) peut-elle évoluer dans ce contexte ? La logique des marchés uniques continuera de s'imposer, mais les décisions politiques seront plus nuancées au niveau national. Les marchés financiers seront davantage régulés, tant au plan national qu'au plan de l'Union européenne (UEM). Les gouvernements nationaux interviendront plus dans l'économie. Dans ce domaine, je pense aux efforts pour soutenir les secteurs et les entreprises qui sont considérés comme essentiels pour la sécurité nationale. Tant que l'Union européenne n'aura pas adopté une politique étrangère et de défense commune, qui reposerait aussi sur un budget collectif plus important, les gouvernements nationaux ne renonceront pas à ce qu'ils considèrent comme vital pour leur sécurité. C'est pourquoi l'Union européenne continuera d'avoir une structure compliquée de décision politique, avec une montée en puissance des géométries variables.

Qui pourrait élaborer et mettre en œuvre un régime international adapté pour le XXI<sup>ème</sup> siècle ? À eux seuls, les États-Unis n'ont plus cette capacité. Et je vois difficilement l'Union européenne prendre le relais. Si les pays de l'Union européenne ne sont pas capables de se mettre d'accord sur des questions « internes », que dire des questions internationales - où les considérations géopolitiques jouent un rôle crucial ? En outre, dans un monde multipolaire, l'instauration d'un régime international est un sujet très compliqué. Les institutions financières internationales (IFI), l'architecture internationale, doivent être réformées. Mais leur réforme dépend de ce que les principaux acteurs mondiaux veulent faire dans ce domaine et de la relation qu'ils ont entre eux. Que le G20 semble remplacer le G8 n'est pas une raison suffisante pour être optimiste à cet égard. Néanmoins, si les États-Unis, l'Union européenne et les puissances émergentes (Brésil, Chine, Inde,

Russie) pouvaient se mettre d'accord dans ce domaine, les autres acteurs importants s'aligneraient en fin de compte.

Il y a deux opinions sur la ZMO. La première défend ce que l'on appelle « l'hypothèse de spécialisation ». Cet argument, qui s'appuie sur la théorie du commerce, soutient qu'une monnaie unique favorise une plus grande spécialisation géographique par des économies d'échelle et de plus faibles coûts de transaction. La plus grande spécialisation régionale qui en découle génère, à son tour, une plus grande sensibilité aux chocs asymétriques. Paradoxalement, les rigidités des marchés de l'Union européenne protégeraient celle-ci de ce genre de faiblesses. La deuxième opinion est articulée autour de « la zone monétaire endogène » et explique que l'intégration monétaire réduit les coûts de transaction au-delà de ceux liés à la volatilité des taux de change nominaux. En outre, une zone monétaire pourrait, par elle-même, induire les changements nécessaires pour que les pays membres s'intègrent suffisamment pour rendre la monnaie viable. Dans cette hypothèse, l'union monétaire pourrait déboucher sur des engagements politiques qui contribueraient à son optimalité. La crise économique actuelle vient remettre en question la capacité d'un marché financier unique à susciter les avancées institutionnelles et la coordination politique qui permettrait d'atténuer les faiblesses de l'UEM. Le maintien des prérogatives nationales en matière de politique fiscale et les problèmes non résolus de la répartition des charges doivent être soulignés dans ce contexte. Si l'UEM ne parvient pas à progresser de manière décisive dans ces domaines - y compris la régulation et la supervision des marchés financiers -, elle pourrait subir des tensions extrêmes dans la prochaine décennie et son fonctionnement même pourrait en être irréparablement affecté. Les propos de Monti (2009), selon lesquels les dirigeants de l'Union européenne auraient à trouver des compromis cruciaux (comme choisir entre des « champions nationaux » et des politiques plus communautaires renforçant les prérogatives fiscales de l'Union européenne) afin d'éviter un affaiblissement de l'Union, sont très inquiétants.

Il faudrait se préoccuper sérieusement de la crise de la dette menaçante. Si ce qui semble être le début d'une reprise devait être suivi, dans quelques années, par une nouvelle récession (en raison des initiatives des banques centrales pour lutter contre l'inflation) et, par conséquent, d'une nouvelle crise bancaire, les responsables politiques seraient en face d'un dilemme historique, car la recapitalisation des banques, sans contraindre à l'extrême les budgets nationaux, serait possible de l'extérieur - en acceptant la prise de participations de contrôle par

des institutions financières venues de l'Asie en pleine ascension. Les dirigeants politiques l'accepteraient-ils ?

L'avenir de l'UEM dépend, entre autres, de deux dynamiques qui pourraient se révéler être un moyen de préserver un système économique mondial ouvert, sous une forme plus souple. L'une d'elle porte sur une domestication partielle des forces de marché dans le cadre des efforts des gouvernements nationaux pour maîtriser les risques systémiques et les tensions sociales. Ceci supposerait une plus grande présence de l'État dans l'économie et une régulation plus étendue (ce qui a été crûment mis en évidence par la manière dont les gouvernements du monde occidental ont réagi à la crise financière actuelle). Les orientations idéologiques jouent peu ici, car les gouvernements agissent fondamentalement sous l'empire de la nécessité. L'autre dynamique fait référence à des blocs de pays qui décident d'utiliser une monnaie commune et commercent plus activement entre eux ; de telles dispositions seraient un moyen d'éviter des perturbations brutales de leurs activités internes lorsque survient une crise mondiale. Cela revient à dire que le système mondial a besoin de plusieurs sous-ensembles afin d'atténuer les effets potentiellement dévastateurs d'un système mondial ouvert qui serait sujet à de graves crises récurrentes. Ce dernier état du système mondial est, en réalité, insoutenable en raison de sa propension inévitable à la dislocation et d'une tendance à provoquer de plus en plus de fragmentations. Il y a une décennie, Rodrik (1998) a fait observer que n'importe quelle mondialisation n'est pas bonne pour les pays pauvres. Je le paraphraserais volontiers en disant qu'il faut réussir l'ouverture pour le monde dans son ensemble, ce qui implique d'abandonner la croyance aveugle dans les vertus d'automédication et d'autorégulation des marchés.

Si la logique d'une « solution à un seul coin » venait à s'affirmer dans les années à venir, elle se traduirait par l'apparition de trois blocs monétaires dans le monde : l'un fondé sur le dollar, un autre sur l'euro et un troisième sur une monnaie asiatique. Gérer les déséquilibres mondiaux serait une question politique pour ceux qui domineraient les trois blocs et qui auraient sans doute une voix prépondérante au sein du G20. Il pourrait même être nécessaire de revenir à la philosophie initiale des accords de Bretton Woods, qui envisageait de favoriser le commerce en restreignant les flux financiers capricieux.

Le rôle de l'euro dans la constellation émergente des monnaies de réserve dépendra fondamentalement de la position concurrentielle relative de la zone euro.

## NOTES

1. Celles d'économistes comme, entre autres, Martin Feldstein.
2. Encore que cette progression soit due, pour une bonne part, à la baisse du dollar américain.
3. Il faudrait alors prendre en compte l'effet d'éviction qu'une importante dette publique exercerait sur l'économie nationale, qui affecterait l'investissement privé et, par conséquent, la croissance économique dans l'Union européenne.
4. Sur les compétitivités divergentes dans la zone euro, voir aussi : Commission européenne, 2008.
5. Si les craintes d'inflation réapparaissent en raison des injections massives de liquidités actuelles et probablement de nouvelles hausses des prix des matières premières - alimentées principalement par la croissance économique en Asie. Voir aussi : Münchau (2009) qui se réfère au séquençage analytique des poussées d'instabilité par Hyman Minsky.
6. Les projections du FMI parlent d'une hausse de 30 % du ratio moyen dette/PIB dans la zone euro, pour atteindre 90 % du PIB dans cinq ans (2009). Comme le souligne un document politique de Bruegel (von Hagen, Pisani-Ferry et von Weizsächer, 2009, p. 5), « (...) le ratio dette/PIB pour les Vingt-Sept de l'Union européenne pourrait encore être de 100 % du PIB en 2020, même dans l'hypothèse d'un arrêt des programmes de relance en 2011 et avec un taux de consolidation budgétaire de 0,5 % du PIB par an après cela (...). Ce niveau d'endettement pourrait être élevé de façon inacceptable », notamment en raison des conséquences du vieillissement.
7. De même, dans le transport, l'utilisation de l'énergie a augmenté rapidement au cours de la dernière décennie. L'une des caractéristiques du transport est que ce secteur est presque totalement dépendant du pétrole et du gaz. Les effets économiques et sociaux des mesures visant à maximiser l'efficacité énergétique et la substitution des énergies renouvelables dans ce secteur sont encore difficiles à quantifier.
8. Comme l'a très bien dit *The Economist* (2009, p. 87) : « Le principe de base du *Jackson Hole consensus* - que la banque centrale conquiert sa crédibilité en adoptant un objectif simple que le public comprend et pour lequel elle est responsable - sera beaucoup plus difficile à mettre en œuvre ».
9. Soit laisser flotter la monnaie, soit instaurer un *currency board* (office de stabilisation des changes).
10. Samuelson (2004) a également contribué à ce débat.

160

## BIBLIOGRAPHIE

- BARBER T. (2009), « Brussels Warns on Long-Term Costs of Ageing », *Financial Times*, Bruxelles, 16 octobre.
- BLANCHARD (2006), « Adjustment within the Euro. The Difficult Case of Portugal ». Disponible sur le site : <http://econ-www.mit.edu/files/740>.
- BUITER W. H. et SIBERT A. (2008), « The Icelandic Banking Crisis and what to Do about It : the Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas », Centre for Economic Policy Research, *Policy Insight*, n° 26.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2006), *Public Finances in EMU*, European Economy, n° 3.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2008), *EMU@10: Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union*, European Economy, Bruxelles, n° 2, juin.
- CONSEIL DE L'UNION EUROPÉENNE (2009), *Lessons from the Financial Crisis for European Financial Stability Arrangements*, Comité économique et financier, Groupe de travail de haut niveau sur les dispositifs transfrontaliers de la stabilité financière, 18 juin, p. 14.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (2009), « The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis », Londres, mars.

- FMI (2009), *World Economic Outlook*, avril.
- GROUPE DE LAROSIÈRE (2009), *Report*, Groupe de haut niveau sur la supervision financière dans l'Union européenne, Bruxelles, 25 février.
- McKINNON R. I. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 53, n° 4, pp. 717-725.
- MINSKY H. (2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, New York : McGraw Hill.
- MONTI M. (2009), « Intervention at G8 University Summit », Turin, 17 au 18 mai.
- MÜNCHAU W. (2009), « Countdown to the Next Crisis Is Already Under Way », *Financial Times*, 19 octobre.
- MUNDELL R. A. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, pp. 657-665.
- RODRIK D. (1998), *The New Global Economy and Developing Countries : Making Openness Work*, Washington DC, Overseas Development Council, Baltimore : The Johns Hopkins University Press.
- SAMUELSON P. (2004), « Where Ricardo and Mill Rebut and Confirm Arguments of Mainstream Economists Supporting Globalization », *Journal of Economic Perspectives*, n° 3/2004, pp. 135-147.
- SIBERT A. (2007), « Diverging Competitiveness in the Euro Area », document pour le Comité des affaires économiques et monétaires (ECON) du Parlement européen pour l'entretien trimestriel avec le président de la BCE.
- THE ECONOMIST (2009), « Jackson Hole : the Financial Crisis Will Change Central Banking More than Many Central Bankers Care to Admit », 29 août.
- VON HAGEN J., PISANI-FERRY J. et VON WEIZSÄCKER J. (2009), « A European Exit Strategy », *Bruegel Policy Brief*, n° 2009/05, octobre.

