

Euro, fédéralisme et convertibilité or d'euro-obligations (1)

J'ai bien écouté l'intervention de Romano Prodi et de son « parler vrai » lors des universités d'été du Medef. Il répondait à Laurence Parizot qui répétait sans cesse la question tactique du « comment », rappelant aussi que Jean Monnet était entrepreneur et fils d'entrepreneur, alors que la première question stratégique du « quoi », sous-entendue du fédéralisme, n'était pas résolue, du moins non partagée par tous.

R. Prodi, homme politique mais professeur d'économie, avançait l'idée d'obligations pour financer les dettes souveraines ou les investissements, qui seraient garanties par les réserves d'or des différentes nations. Cette idée, proche du profil psychologique de son émetteur, est à la fois aussi sécurisante et risquée que l'annonce soudaine de la BCE de soutenir les banques nationales sans réserve mais a le mérite de reposer des bases solides dont a besoin l'Europe pour aller de l'avant.

L'Union européenne va-t-elle enfin à nouveau formuler des choix politiques au-delà du pilotage par l'application de règles économiques et juridiques ? Quels sont les enseignements de l'histoire européenne, du dollar pour l'Europe et de la FED étasunienne pour la BCE européenne ?

Par François CHARLES*

Economiste, Conseil en stratégie et management,
Président de l'IRCE

Pour commencer, un peu d'histoire

En 1850 le dollar (dont le nom est originaire d'Europe), était composé de plus de 10 000 sortes de billets émis par toutes les banques qui se créaient sur le territoire au fur et à mesure de la conquête de l'ouest et la ruée vers l'or, avec les problèmes d'échange assez subjectifs que vous pouvez imaginer.

Une certaine unité est apparue à la fin de la guerre de sécession avec notamment l'apparition tardive d'une banque centrale créée sous l'impulsion de T. Jefferson (que vous trouvez sur les rares coupures de 2 \$). Elle avait pour objectif de respecter une capacité en billet égale à la capacité d'or afin d'éviter toute bulle financière spéculative.

La crise de 1929 a prouvé que le système n'avait pas tenu car au moment où chaque épargnant a voulu aller retirer de l'or contre ses billets, les banques n'ont évidemment pas pu honorer leurs engagements.

Mais l'idée n'était pas mauvaise du moment où elle était respectée. Les Accords de Breton Woods de juillet 1944 ont à nouveau installé cette équivalence dollars-or mais cette fois-ci à une échelle mondiale en un véritable ONU monétaire entre 44 pays. Il s'agissait d'un système de taux de change fixe mais ajustable, dans une libre convertibilité des monnaies et avec coopération internationale.

La dilution du risque était donc plus grande pour les autres pays afin de financer leur déficit, mais quasi nul pour les Etats-Unis dont c'était la monnaie. Le Général de Gaulle avait été le premier à critiquer la puissance du dollar mais il ne connaissait pas encore la future puissance de l'euro, avec ses avantages et ses inconvénients. Il agissait certainement aussi dans une démarche permanente d'interdépendance avec les Etats-Unis d'Amérique pour leur rendre la « monnaie de leur pièce ». Le plan Marshall fut aussi, en réalité, un plan gagnant-gagnant de 17 G\$.

Au même moment, en 1949, l'Europe mis en place l'Union Européenne des Paiements (UEP), mécanisme de compensation pour assurer une reconstruction efficace. Cette première unité de compte de l'Union, poussée par l'économiste belge Triffin, fonctionnera avec succès et fut arrêtée en 1958 une fois la reconstruction terminée. C'est ce même économiste qui fit remarquer qu'une monnaie internationale ne peut fonctionner que si elle est libérée des problèmes de convertibilité.

Vers 1960, on s'aperçut vite que seuls 20% des dollars des banques étrangères pouvaient être échangés en or, laissant présager une nouvelle crise potentielle mondiale. Un pool de l'or fut même instauré pour empêcher les cours de monter. Les dévaluations du Franc

et les spéculations du Mark et du Yen entraînèrent finalement la fin des accords de Bretton Woods.

Le président Nixon rebondit en annonçant en 1973 l'arrêt de la convertibilité du dollar en or. On peut facilement imaginer qu'il s'agissait d'éviter tout risque de crevaisson, voire de découverte de la bulle financière et pour installer certaines mesures protectionnistes. La monnaie verte (de par son encre spéciale mais qui devient maintenant bicolore) devint désormais une monnaie flottante pour tenter de se stabiliser et diluer une nouvelle fois le risque. Mais chaque monnaie se retrouvait de facto également flottante, livrée à la régulation du marché et à la spéculation. Les thèses de ceux qui misaient sur la régulation du marché par la concurrence parfaite firent long feu.

La nouvelle trouvaille étasunienne fut d'indexer ensuite le prix du baril de pétrole sur le dollar en échange d'une protection de l'approvisionnement en provenance des Emirats, voire d'autres soutiens politico-financiers, bien connus dans le monde industriel et aéronautique. Les européens réagirent quant à eux en mettant en place le Serpent Monétaire Européen pour limiter la volatilité des monnaies entre elles et préparer une monnaie unique, sur le modèle de Bretton Woods, mais sans la valeur or et avec un écart maximum de 2,25% entre la monnaie la plus faible et la plus forte.

Mais le SME ne put tenir longtemps face au flottement des devises par rapport au dollar. Se souvenant du succès de l'UEP, l'Europe donna naissance en 1979 au Système Monétaire Européen (autre SME...) non plus indexé sur le dollar mais reposant sur l'ECU (European Currency Unit). Prenant en compte le dilemme de Triffin énoncé ci-avant, ce véritable panier de monnaies européennes constitua peu à peu une zone de stabilité relative au sein de SMI en évitant notamment aux monnaies de spéculer les unes entre elles.

Devant les *montagnes russes* du dollar, B. Clinton décida, dès 1980, d'arrêter l'inflation en augmentant fortement les taux d'intérêt et en essayant de faire baisser la monnaie. Ce fut sans réel succès provoquant même des dégâts sur l'emploi en Europe. L'idée de taxe Tobin apparut également pour taxer les opérations de change afin de limiter les effets spéculatifs néfastes.

Heureusement l'ECU, fonctionnant entre les Etats et les entreprises, s'annonçait déjà fort et fut capable de limiter la hausse des taux en Europe, limiter le krach boursier de 1987 et a pu préparer avec succès la mise en place de la monnaie unique par le traité de Maastricht de 1992, appelée Euro au sommet de Madrid en 1995. Ce traité institua un taux d'inflation limité et ces fameuses règles de stabilité budgétaires imposant un déficit budgétaire

structurel (recettes/dépenses) limité à 3% du PIB (dont on sait maintenant qu'elle est née en France en 1981 sur un coin de table mais finalement modélisé) et des dettes publiques plafonnées à 60% de du PIB, règles qui ne furent d'ailleurs jamais tenues ni par la France ni par l'Allemagne.

Le Parlement devrait bientôt voter, sans surprise, la règle d'or et le pacte budgétaire européen qui engagera la France à essayer de maintenir un déficit structurel ramené désormais à 0,5% du Produit Intérieur Brut (PIB) et qui, traduit en droit français, imposera notamment l'encadrement par un Haut Conseil Indépendant des Finances Publiques.

Quant au coupe feu financier, sorte de FMI européen, il additionne en fait le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) de 250 milliards d'euros et le Mécanisme européen de Stabilité Financière de 500 G€. Ce montant de 750 milliards d'euros pourrait atteindre 1000 milliards afin de montrer une certaine force de frappe et de dissuasion face aux marchés monétaires influents. Les risques pour la France sont de 21 % de 500 G€, soit 110 millions quand on sait que le budget de l'Etat est de 1700 milliards. N'oublions pas non plus que dix milliards d'euros permettent à la Banque Européenne d'investissement (BEI) qui finance les grands projets, de créer un effet de levier de soixante

Euro, fédéralisme et convertibilité or d'euro-obligations (2)

Suite de la partie 1 sur les enseignements de l'historique euro/dollar

Une monnaie commune : à la fois lance et bouclier

Ce rappel historique était nécessaire pour montrer que l'euro a mis l'Union à l'abri des crises et qu'elle devient une monnaie concurrente mais interdépendante du dollar. L'Europe sera vraiment plus forte pour affronter les secousses externes quand elle n'aura plus à affronter des taux de change et des spéculations en interne. L'Europe doit savoir fonctionner et se protéger. Le marché intérieur, en tirant profit avec une vraie protection (buy european act), qui justifiera cette approche commune et renforcera de façon cohérente la confiance des membres.

Par François CHARLES

Economiste, Conseil en stratégie et management,
Président de l'IRCE

Mais il faut pour cela changer aussi certaines règles de libéralisme ou de concurrence parfaite, tout en conservant à l'intérieur du marché, un certain équilibre de double avec ses jeux liés. Deux fournisseurs peuvent aussi s'allier pour mieux conquérir les marchés extérieurs.

Goldman Sachs a fait baisser la dette Grecque avec un jeu d'écriture et de spéculation pour qu'elle puisse intégrer la zone euro. Nous sommes désormais

capables, entre nous, de trouver des solutions. Nous pouvons adopter tout ou partie d'anciennes méthodes nous souvenant aussi la théorie des cycles et des effets récurrents.

L'interdépendance de l'Europe avec le reste du monde permet même aussi d'accueillir des capitaux étrangers mais avec mesure et contrôle pour éviter une trop forte dépendance comme celle des Etats-Unis envers la Chine comme autrefois le Japon.

J'aimerais savoir si les partisans de la sortie de l'euro ont pris conscience des constats émis dans la première partie de l'article. Ils n'ont certes pas vécu le deuil du Franc, qu'il aurait peut-être fallu fêter, comme je l'avais proposé à JP Trichet alors que j'étais partenaire officiel euro, et devraient plutôt consacrer leur énergie à œuvrer pour une action forte vers les pays qui doivent se structurer. J'ai toujours cru, et contrairement à certains banquiers, en un euro fort car il l'était déjà lorsqu'il circulait sans être encore dans nos porte-monnaie.

Les réalités européennes ne sont pas, certes, celles des Etats Unis. Mais faut-il donc faire baisser l'euro qui nous protège ? Rappelons nous que la monnaie forte, en tant que valeur refuge et de couverture pour les autres monnaies, en dehors de toute spéculation, crée des taux d'intérêt d'emprunt faibles pour les entreprises et les particuliers. Elle

empêche certes les exportations mais le premier partenaire de la France et de l'Allemagne sont eux mêmes...

Après l'avoir un peu combattue, les Américains, comme les Chinois, s'aperçoivent qu'ils n'ont aucun intérêt à ce que notre monnaie baisse et misent désormais sur une interdépendance et un certain équilibre. Jouent-ils ou pas à *Schlemiel*, comme dans la guerre froide avec l'URSS, pour tester les réactions aux méfaits, goûter le plaisir à faire des dégâts tout en apprenant à se conduire en société, voire obtenir le pardon ? Les pays producteurs de pétrole, qui savent désormais compter, sont désormais prêts à se référer à l'euro fort et jouent plutôt à *battez-vous* en se donnant au vainqueur. Mais espérons qu'ils ne partiront pas avec une troisième monnaie, asiatique.

Le problème n'est pas l'euro mais la façon dont les composantes de l'Union jouent avec, comme si, dans une société, cigale et fourmi étaient contraintes de vivre ensemble. Mais plutôt que le couple franco-allemand incite la Grèce à *danser maintenant*, peut-être serait-il intéressant de comprendre les avantages du chant et d'accompagner la Grèce à créer ses réserves à partir de nouvelles méthodes. Je me souviens encore de la difficulté du paiement des Mirages par les Grecs quand je suis arrivé au Ministère. Mais ce pays est stratégique. Et pas question de se contenter d'entendre l'Espagne ou la Grèce jouer à « tu

vois bien comme j'ai essayé » Ce référendum demandé par le premier ministre grec montrait bien qu'il savait que culturellement la tâche était difficile et qu'il fallait que la Grèce accepte certaines nouvelles règles de collecte fiscale, réalistes et réalisables, non forcément immédiates, mais déterminées dans le temps avec mesure, pilotage, voire pédagogie nécessaires.

Si la solidarité collective doit être engagée, elle peut aussi être cloisonnée. Pourquoi ne pas imaginer des groupes et sous groupes à plus ou moins grande vitesse de retour sur investissement et des mesures adaptées dans une même membrane générale. Ceci permettrait de mieux travailler par segmentation mais empêcherait aussi certaines contagions entre les économies faibles et fortes et ce, dans les deux sens.

Enfin, sachons bien piloter les fonds structurels pour qu'ils ne deviennent pas des facteurs de déstabilisation alors qu'ils servent justement à élever les niveaux de croissance. L'obligation commune et systématique de financement par les Etats est implicative mais peut être aussi un grand risque d'endettement non contrôlé. Surveillons bien les pays de l'Est même si, culturellement, ils semblent être de bons élèves.

Une règle d'or communautaire

Le traité européen n'était pas forcément nécessaire car des actes existaient, tout

comme il n'est pas nécessaire d'inclure une règle d'or dans une constitution, sauf pour mieux se protéger et se donner bonne conscience. Mais de quoi avons-nous peur ? De certaines contraintes ? Si nous les acceptons, nous pourrions mieux les faire valoir vers les pays moins structurés fiscalement pour remplir leurs obligations. L'essentiel aussi est de faire participer les pays non euro pour montrer la cohérence de l'effort d'investissement non forcément lié à la monnaie commune.

Une gouvernance fédérale à affiner

Contre le pouvoir, les européens aussi jouent à *sans toi*, un des plus vieux jeu d'analyse transactionnelle. A l'échelle européenne, les pays pourraient remercier l'Europe et une gouvernance fédérale autoritaire, leur évitant de se mettre dans des situations qui les effraient. Au contraire, ils en profitent pour se plaindre des limitations, mettre l'Europe mal à l'aise et en tirer certains avantages internes et externes. Ils en font de même envers le couple franco allemand quand il est fort mais le critiquent aussi quand il est absent, ce qui montre bien une envie de structure, donc une envie de leadership clair, de gouvernance et de fédéralisme.

Les règlements, directives, décisions, réglementations européennes à appliquer en droits nationaux ne sont-ils pas déjà le fruit d'un fédéralisme ? Pourquoi ne pas

compléter naturellement ce dispositif par un vrai pouvoir politique avec un président élu directement ou indirectement par les citoyens, un Conseil permanent, avec un Parlement européen et des parlements nationaux encore plus affirmés. Il pourrait tirer parti de cette monnaie forte et prendre certaines décisions de raison plus que techniques et juridiques élaborées pour l'instant dans un grand lieu administratif qui ne donne pas envie qu'on s'en préoccupe

Une banque centrale fédérale

La mise en place de la BCE a été progressive comme pour les Etats Unis (cf partie I). Nous voyons apparaître une véritable banque fédérale qui dicte le fonctionnement aux autres banques nationales pour respecter une seule politique monétaire. Elle peut leur donner heureusement aussi, comme récemment, un certain soutien en annonçant notamment, d'un coup de baguette magique, qu'elle va les soutenir sans faille

Par ailleurs, il est désormais institué que la BCE peut aussi intervenir pour les Etats. Soit elle est donc forte et peut émettre des obligations au profit des Etats, avec des garanties sur les réserves en or des banques centrales, soit il y a un problème pour notre avenir.

lire la suite prochainement : les euro-obligations avec garantie or

Euro, fédéralisme et convertibilité or d'euro-obligations (suite et fin)

euro-obligations : un ciment commun d'engagements limités

La fragilité de la zone euro est donc réduite de par la disparition des risques de volatilité assurant une certaine stabilité économique et budgétaire, toute chose égale par ailleurs.

Il est de plus déjà montré que l'option d'une gouvernance fédérale semble être engagée, même si non affichée, pour franchir un nouveau stade de consolidation.

Désormais, la suite logique de l'effet de confiance partagée serait de créer des obligations européennes utilisant une dynamique financière commune. Elles permettraient de combler certaines failles de fonctionnement et de structure mais surtout de mieux partager l'idée de travailler ensemble au travers d'investissements de croissance.

Par François CHARLES*

Economiste, Conseil en stratégie et management,
Président de l'IRCE, ancien auditeur financier

La BCE vient de se voir désormais attribuer la possibilité d'intervenir pour les dettes souveraines d'Etat. Cela lui réduit de facto aussi son indépendance tout en conservant le pouvoir sur les banques nationales. Mais elle peut du même coup aider à trouver des solutions pour que les Etats n'empruntent plus sur les marchés, pour anormalement financer leurs charges de fonctionnement ou

rembourser leurs emprunts, mais plutôt sur des mécanismes sains. La BCE a évité en 2008 une crise sans doute plus grave qu'en 1929. Faut-il éviter de le dire comme quand la police déjoue nombre d'attentats sans que la population ne le sache ? Nous avons traversé tant de séismes sans rompre qu'il n'est pas concevable de le faire maintenant.

Le juste retour attendu par chaque Etat au regard de ses engagements et de ses attentes, sera en évidence plus facile à voir dans des investissements communs de croissance que sur des investissements structurels, Il pourra être mesuré en fonction du poids des réserves, voire indexé à la valeur des pondérations de voix des prises de décision du Conseil. Les grands pays reviendront peut être sur le peu de poids attribué aux petits pays. L'exemple de l'OTAN, et de ses mécanismes financiers, qui n'est pas que militaire mais également industrielle, pourrait encore une fois être opportune en terme de retour d'expérience l'intégration européenne.

Les obligations peuvent également sauvegarder la politique des fonds structurels. Partie intégrante de la politique intérieure et extérieure de l'Union, ils permettent de créer le ciment commun par le haut. Ils semblent bien fonctionner mais ont néanmoins précipité l'emprunt par la participation demandée des Etats. Nous avons réussi la reconstruction après guerre, il

faut désormais réussir dans cette construction sans n'oublier personne (200 G€ sur 7 ans)
Il faut également de concert augmenter le budget de l'Union qui avoisine les 2/3 de celui de la France.

Les européens doivent encore mieux apprendre à travailler ensemble et arrêter de se diviser. Tant que l'Europe fonctionnera par amalgame de blocs, cela ne marchera pas. Elle doit créer une identité et une prise de conscience collective. Nous n'en sommes plus à l'Europe de la crainte des canons. Souvenons nous que nous étions en avance sur le calendrier du traité de Rome certes grâce à l'envie des marchés à se découvrir.

Certains diront que le Fonds Monétaire International (FMI) se permet d'apprécier la santé de l'Europe quand il peut facilement annuler une dette africaine. N'oublions pas que le FMI est intervenu pour le Mexique en 1995 et qu'il a su nous aider à compenser la crise asiatique de 1997 puis russe de 1998. Annuler tout ou partie de la dette pourrait sans doute maintenir cette interdépendance énoncée entre les grands blocs et permettre aux entreprises et aux ménages d'aller de l'avant. Mais peut-être y a-t-il une certaine incohérence avec le poids actuel de l'euro. Cela démontre bien que ce n'est pas l'euro le problème et encore moins la santé des banques qui savent bien jouer les victimes mais qu'il faut aussi ménager sans forcément

couvrir leurs dettes de jeu (lire « la fausse inquiétude des banques »).

Le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) est un genre de FMI européen. Ce fonds mutualisé est bien pour l'instant une garantie non dépensée qui permet de cautionner en cas de problème et sans passer par l'émission de bons échangeables sur les marchés, comme quand les entreprises ou les particuliers cherchent caution pour obtenir un découvert ou emprunter. Il n'était pas forcément compliqué à établir sachant que le capital de la BCE est détenu par les banques nationales de la zone euro (près de 2 milliards pour la France, l'Allemagne et l'Italie) et en moindre partie de la zone non euro et donc que ce système existe déjà.

Mais sommes nous certains que les coffres sont pleins avec la valeur annoncée ? Pourquoi ne pas vraiment matérialiser cette garantie avec une recette qui a déjà fonctionné sur la base d'un sous-jacent solide et non contagieux ni contaminable ?

Une garantie « or » solide et sécurisante

La meilleure façon de se rassurer est d'emprunter en fonction d'une capacité financière commune et bien réelle mais pas comme le banquier qui prend votre bien en garantie sans trop regarder les ratios de réalisme de votre projet étant donné qu'il peut se rembourser sans risque. Les émissions d'obligation doivent se faire avec

honnêteté sur des projets identifiés, mesurables, raisonnables, réalistes, réalisables et déterminés dans le temps.

Une des meilleures façons de connaître cette réelle capacité financière est de pouvoir la contrôler régulièrement comme peut l'être l'or. Il ne s'agit pas d'une nouvelle convertibilité de la monnaie. En terme de clin d'œil, ne parle-t-on pas de ... règle d'or ? Nous avons l'outil, les structures et gouvernance, qu'attendons-nous ? Les pays, surtout les plus riches, ont peur de partager, les pays les plus décalés ont de grands efforts de processus à réaliser. Nous devons prendre des décisions politiques permettant une nouvelle maturité. Cela me fait penser aux pièces de rechange aéronautiques où l'italien ne veut pas réutiliser une pièce allemande.

La théorie des cycles n'empêche pas de rebondir, bien au contraire en sachant analyser le passé. Elle ne doit pas faire oublier que le mécanisme des marchés issu des hommes et de l'activité peut être contrôlable. La crise de 1929 s'était subitement arrêtée et la confiance retrouvée quand il fut décidé de ne conserver que les banques saines. Plus tard, la séparation des banques par nature aux Etats Unis puis en France avec le Général de Gaulle cloisonna les risques. Mais dans les années 80, les banques prirent l'initiative de fusionner à nouveau leurs activités de prêt et de spéculation avec les dégâts que l'on sait.

Aujourd'hui tout le monde s'accorde sur cette nécessaire nouvelle séparation. Pourquoi ne pas non plus revenir à une sécurisation sur l'or mais cette fois en dehors de la monnaie ?

Les prêts accordés aux particuliers américains étaient une avancée politique où tout le monde pouvait emprunter mais hélas sans regard de viabilité suffisants alors que les ratios existaient. Les banques savaient que la moitié des propriétaires ne pourraient payer et ont transformé et revendu leurs créances par titrisation en mélangeant leurs titres avec d'autres, comme mettre une pomme pourrie dans un panier. L'apparition des options et des marchés organisés n'arrangea rien, surtout quand les banques misaient sur la défaillance de leurs clients, connaissant leurs risques, avec des gains illimités comme il fut fait également sur la Grèce. Ce mécanisme de contagion ne peut exister avec une valeur franche, tangibles, irrémédiable et refuge comme l'or.

Comme l'avancait Schumpeter et sa théorie de destruction créatrice, le capitalisme sera-t-il destiné à disparaître du fait de son succès, comme la glaciation apparaîtra à cause du réchauffement par l'arrêt du tapis roulant ? Certes l'image de l'or n'est pas de nos jours synonyme de croissance. Mais pourquoi ne pas reprendre la synthèse néo-classique incluant une démarche keynésienne régulée et justifiée pour redonner confiance ?