



**HAL**  
open science

# Avant l'euro, l'écu privé, que retirer de cette expérience ? La zone euro et la crise financière internationale

Michel Lelart

► **To cite this version:**

Michel Lelart. Avant l'euro, l'écu privé, que retirer de cette expérience ? La zone euro et la crise financière internationale. 2014. halshs-01012317

**HAL Id: halshs-01012317**

**<https://shs.hal.science/halshs-01012317>**

Preprint submitted on 25 Jun 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



*Laboratoire d'Economie d'Orléans*

## **Document de Recherche**

**n° 2013-10**

**« Avant l'euro, l'écu privé, que retirer  
de cette expérience ? »  
« La zone euro et la crise financière internationale »**

**Michel LELART**

---

Laboratoire d'Economie d'Orléans – UMR CNRS 7322 Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion,  
Rue de Blois, B.P. 26739 – 45067 Orléans Cedex 2 - France

Tél : 33 (0)2 38 41 70 37 – 33 (0)2 38 49 45 04 – Fax : 33 (0)2 38 41 73 80

E-mail : [leo@univ-orleans.fr](mailto:leo@univ-orleans.fr) - <http://www.univ-orleans.fr/leo/>

## **Avant l'euro, l'écu privé, que retirer de cette expérience ?<sup>1</sup>**

**Michel LELART**

*Directeur de recherche émérite au CNRS  
Laboratoire d'Economie d'Orléans*

### **Résumé :**

Alors qu'il n'est plus inconvenant d'imaginer une sortie de la Grèce, voire d'autres pays, de la Zone euro, on ne peut s'empêcher de réexaminer les différentes étapes qui nous ont conduits à la monnaie unique. Avant le choix décisif fait à la fin des années 80, une monnaie avait commencé à être utilisée modestement par les pays participant au système monétaire européen... et par quelques autres. Cet écu privé comme on l'a appelé aurait pu devenir une monnaie communautaire qui n'aurait pas remplacé les monnaies nationales, mais qui aurait pu être disponible pour les transactions entre deux pays, comme Keynes l'avait imaginé, au niveau international, au lendemain de la guerre.

Cet article rappelle ce qu'a été cet écu privé et comment a fonctionné ce système. Et il analyse le rôle qu'il a joué dans l'évolution vers la monnaie unique et quel rôle aurait pu être le sien.

Mots clefs : écu, euro, monnaie parallèle, monnaie commune.

Classification JEL : E42 – F31 – F33

-----

## **The private ECU : How did it function ? How could it have evolved ?**

### **Abstract :**

Now that it is no longer a taboo to envisage a Greek exit, as well as other countries, from the eurozone, it may be appropriate to revisit the different stages that led to the introduction of the single currency. Prior to the commitment made to that effect in the late 1980s, a currency had begun to be used, albeit modestly, by the countries participating in the European Monetary System, as well as by a few other countries. This private ecu, as it was called, could have become the Community currency that would not have replaced the national currencies, but that would have been available to carry out transactions between two Community member states. This set-up would have been along the lines described by Keynes at the international level at the end of the war.

This paper reviews the foundations of the private ecu and how the system functioned. Furthermore, the paper presents an analysis of the role played by the private ecu as it was transformed as the single currency and of the role it could have played by evolving as the common currency of the Community.

Keywords : ecu, euro, parallel money, common money

---

<sup>1</sup> A paraître dans la *Revue d'Economie Financière*, septembre ou décembre 2013.

La zone euro est maintenant une réalité depuis une bonne douzaine d'années. L'enthousiasme qu'elle a suscité au début s'est peu à peu atténué, il a même laissé place à un scepticisme grandissant. Les difficultés que rencontre la Grèce et, à un moindre degré, l'Irlande, le Portugal... et même l'Espagne nous obligent à considérer d'une autre façon cette belle aventure que devait être une monnaie unique pour les pays européens. Et si nous nous étions trompés ? Et si ce projet n'avait pas de sens ou n'était pas réalisable ? Et si d'autres projets étaient il y a 15 ou 20 ans plus réalistes et avaient plus de chances d'aboutir, sinon à la monnaie unique que nous avons, du moins à quelque chose d'autre ?

Car d'autres solutions existaient. Les premières ont fleuri très tôt, avec le Manifeste de la Toussaint, l'Europa, puis le projet Werner, la monnaie parallèle, le premier projet britannique, puis le « hard ecu »... il y a eu aussi, dès la mise en place du système monétaire européen basé sur l'écu défini par un panier de monnaies, le phénomène tout à fait inattendu de l'écu privé. Non seulement cette nouvelle unité de compte a été utilisée par des agents privés, mais des comptes en écus ont été ouverts dans des banques commerciales. Comme ils n'avaient rien de commun avec les écus détenus par les banques centrales auprès du FECOM (les « écus officiels »), ils étaient des écus « privés ». Et comme ces opérations se sont développées assez vite dès le début des années 80, elles auraient pu soit faciliter l'émergence d'une monnaie unique par d'autres voies, soit faciliter l'émergence d'une autre monnaie.

Il est intéressant de revenir sur cette expérience une vingtaine d'années après et d'imaginer ce qu'elle aurait pu devenir et à quelle sorte de monnaie européenne elle aurait pu nous conduire. Nous allons d'abord rappeler ce qu'a été ce système qui s'est développé dès que l'écu a été défini comme un panier de monnaies, jusqu'à ce qu'il soit remplacé par l'euro. Nous verrons ensuite comment les autorités politiques ont réagi et quel choix elles auraient pu faire entre d'autres options possibles.

## **Comment a fonctionné le système de l'écu privé**

Car on peut vraiment parler d'un système monétaire. L'écu privé a été une véritable monnaie – au champ d'action certes réduit – qui faisait l'objet d'un marché et permettait d'effectuer des règlements. Les banques ont fait ce qu'il fallait pour assurer sa circulation, sans avoir besoin d'une banque centrale.

### *L'émergence de l'écu privé*

Lorsque les taux de change ont commencé à flotter, plusieurs unités de compte ont été imaginées pour libeller les créances et les dettes entre les résidents de pays différents. Défini lui aussi comme un panier de monnaies, le droit de tirage spécial a été utilisé, mais c'est surtout l'écu qui l'a été, dès 1981, notamment pour libeller des obligations. Les émetteurs n'étaient pas tous européens : à côté de la Communauté, de la Banque Européenne d'Investissement ou de la CECA on trouvait l'Hydro-Québec ou l'Export Import Bank de Corée. Des crédits ont également été accordés en écus par la Communauté ou la BEI, mais aussi par des banques italiennes ou par le Crédit agricole. Des contrats en écus ont été introduits sur le marché des

« futures », des SICAV en écus ont été ouvertes, des contrats d'assurance ont été établis en écus... L'argent a commencé à être prêté-emprunté en écus.

En fait, à la différence de ce qui s'est passé avec les droits de tirage spéciaux, ces opérations n'ont pas été simplement libellées en écus, elles ont été réglées en écus. L'écu n'a pas été seulement *la monnaie du contrat*, il est devenu *l'objet du contrat*. L'épargnant désireux d'acheter ou de souscrire une obligation de 1.000 écus pouvait demander à sa banque de transférer 1.000 écus au vendeur ou à l'émetteur du titre. Il fallait donc que le premier ait un compte en écus qui se trouvait ainsi débité, le second un compte en écus qui se trouvait crédité. Il était facile de changer des francs en écus, puis ces écus en lires ou en florins par exemple. Toutefois les agents pouvaient trouver un intérêt à ne pas entrer dans l'écu pour en sortir aussitôt, mais à y rester un certain temps. D'autant plus que les crédits, qu'ils soient accordés directement ou à travers une souscription de titres, donnent lieu à d'autres règlements : ce sont les remboursements, les paiements d'intérêt, les transactions sur le marché secondaire... L'usage de l'écu comme monnaie de règlement restait certes limité, mais cet usage était appelé à se développer.

Il s'est assez bien développé dans les transactions financières, mais beaucoup moins dans les transactions commerciales. Quelques grandes firmes bien connues sont passées à l'écu rapidement, elles sont restées une exception. On a dit qu'en moyenne 1 % seulement des échanges intra-communautaires avaient été réglés en écus. Les raisons en sont bien connues. La première est psychologique : dans l'entreprise, les responsables commerciaux sont aux prises avec des contraintes de nature réelle, l'écu était pour eux une innovation difficile à maîtriser. La deuxième est institutionnelle : l'écu n'est la monnaie d'aucun pays, il n'a pas « d'habitat monétaire ». La troisième est technique, et c'est sans doute la plus importante : les transferts d'écus sont rares parce que les coûts sont élevés...mais les banques prélèvent des commissions importantes parce qu'elles font peu d'opérations en écus, qui s'apparentent ainsi à des transactions sur mesure. Pour que le coût diminue, il faut que le nombre des opérations augmente ; pour que ce nombre augmente, il faut que le coût diminue. Il n'était pas facile de lever ce cercle vicieux.

Les transactions en écus ont augmenté peu à peu jusqu'à ce que le Traité de Maastricht soit ratifié, au début de 1992. Les émissions de titres à court terme ont représenté à ce moment-là 8 % de toutes ces émissions et les émissions de long terme 6 %. C'était encore peu, mais l'écu était déjà la deuxième monnaie internationale après le dollar. Et les avoirs des banques en écus représentaient alors 5,4 % de leurs avoirs en devises, leurs engagements 5,3 %<sup>2</sup>. L'écu était déjà la troisième « euro-monnaie », après le dollar et le mark, avant le yen, la livre ou le franc suisse. Avant que ces opérations ne déclinent jusqu'à disparaître avec l'avènement de l'euro, un véritable système de l'écu privé s'est lentement mis en place.

---

<sup>2</sup>. Il s'agit de la position des banques recensées par la Banque des Règlements Internationaux, à la fois envers des non-résidents et envers des résidents. BRI, *Activité bancaire et financière internationale*, août 1992, pp. 58-60.

## *Les marchés privés de l'écu*

L'écu n'étant pas une monnaie en soi, créée par une banque centrale et « multipliée » par des banques commerciales, il ne pouvait naître qu'à partir des monnaies nationales. Un dépôt en écus se substituait simplement à un dépôt en francs ou en lires. C'est par le dépôt que l'on pouvait « entrer dans l'écu ». Mais la banque était alors en risque de change, elle devait donc se couvrir en achetant les monnaies du panier puis en les prêtant si le dépôt était à terme. La banque pouvait aussi accorder un crédit en écus, comme en sa monnaie nationale. Elle courait encore un risque de change – en sens inverse cette fois – dès que son client souhaitait revenir à sa monnaie et « sortait de l'écu ». Elle devait alors se couvrir en empruntant les monnaies du panier, puis en les cédant contre leur monnaie nationale<sup>3</sup>.

On ne peut guère imaginer que ces opérations, dépôts et crédits, se soient jamais parfaitement équilibrées, que ce soit au niveau d'une banque ou à celui de l'ensemble des banques. Chacune avait au contraire, de par ses opérations en écus, une position nette qui était soit créancière – elle avait accordé davantage de crédits – soit débitrice – elle avait reçu davantage de dépôts<sup>4</sup>. Chacune devait donc se couvrir en achetant ou vendant, en prêtant ou empruntant les monnaies du panier contre la leur. Comme le panier comportait au départ neuf monnaies, ce sont donc huit opérations de change et huit opérations de crédit que chaque banque devait effectuer chaque jour... puis neuf quand la drachme a été introduite dans le panier et onze après la révision de 1989 qui a introduit l'escudo et la peseta...

Ce n'était pas là chose facile. C'est pourquoi quelques banques – une dizaine a-t-on dit – ont eu l'idée de « s'investir » davantage dans ces opérations et de « fabriquer des écus » elles-mêmes, selon l'expression utilisée. Elles ouvraient un compte en écus aux autres banques en échange de leur monnaie nationale, et c'étaient elles qui devaient chaque jour couvrir leur position en faisant la même opération en toutes les autres monnaies du panier. De cette façon des écus pourraient être directement cédés ou vendus, prêtés ou empruntés. C'est ainsi qu'on a vu naître un nouveau compartiment sur le marché des changes où des écus étaient achetés et vendus tous les jours à un cours qui permettait d'égaliser l'offre et la demande, mais ne pouvait s'écarter que faiblement du cours calculé par la Commission<sup>5</sup>. Un nouveau compartiment s'est également ouvert sur le marché monétaire où des écus étaient prêtés et empruntés tous les jours, à diverses échéances, et à un taux qui lui aussi dépendait de l'offre et de la demande, mais qui ne pouvait s'écarter sensiblement du taux moyen pondéré des monnaies du panier.

---

<sup>3</sup>. Ce fonctionnement du système de l'écu a été analysé à l'époque. Cf. par exemple Lelart (1989), Jean (1990), pp. 103-107, Lelart (1994) pp. 108-126. En accordant des crédits en écus, les banques ne créaient-elles pas de la monnaie ? La question a été très débattue, à la fois dans son principe (création ou pas) et dans son ampleur (quel montant ?) (Lelart 1986). En fait il était difficile de savoir dans quelle mesure les crédits faisaient les dépôts, ou si c'étaient les dépôts qui faisaient les crédits...

<sup>4</sup>. Au niveau de l'ensemble des banques, les crédits étaient le plus souvent supérieurs aux dépôts. Ce manque de liquidité du système a été souvent analysé. Par exemple Aglietta (1986).

<sup>5</sup>. Le cours de l'écu était publié chaque jour juste après celui du dollar, avant celui du mark, du franc et des autres monnaies dont le cours déterminait la valeur du panier... Le cours coté était donc bien distinct du cours calculé.

De telles opérations ont fait dire que ce petit nombre de banques « tenaient le marché ». Il n'y avait pas de banque centrale, le FECOM qui n'avait pas de personnalité juridique avait un rôle plutôt comptable. Il n'y avait donc pas de monnaie centrale, l'écu officiel qui aurait pu en être une n'avait en fait aucun rapport avec l'écu privé. Et cependant quelques banques centrales ont joué un rôle, certes très limité, à un moment donné. La Banque d'Italie est intervenue elle-même sur le marché des changes en achetant ou en vendant des écus. La Banque Nationale de Belgique est intervenue sur le marché du crédit en réescomptant des effets en écus. Ces opérations qui influençaient le cours et le taux d'intérêt obligeaient ces banques centrales à détenir elles-mêmes des écus privés... en compte auprès des banques commerciales<sup>6</sup>.

Une autre banque centrale – au statut un peu particulier il est vrai – est intervenue d'une façon plus systématique pour assurer le bon déroulement des opérations en écus. C'est la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Son intervention n'était pas liée directement aux opérations de couverture que devaient effectuer les banques commerciales, elle était liée aux règlements que celles-ci devaient assurer chaque fois qu'elles faisaient entre elles des opérations en écus... et chaque fois qu'elles devaient en faire à la demande et pour le compte de leurs clients.

#### *Les règlements en écus*

Lorsque des clients demandaient à leur banque de leur ouvrir un compte en écus, que ce soit en sollicitant un crédit ou en cédant leur monnaie, ce n'était pas pour maintenir ce compte longtemps inactif. Ils devaient souhaiter les utiliser ou avoir besoin de le faire. Comme des billets en écus n'ont pas été émis, toutes ces transactions prenaient la forme d'un transfert entre des comptes en écus. Une banque débitait le compte de l'un de ses clients (le débiteur), une autre créditait le compte de l'un des siens (le créancier). Mais il fallait ensuite que les deux banques exécutent entre elles cette transaction, que la première transfère des écus à la seconde. Et comme il n'y avait pas de banque centrale qui aurait permis de centraliser toutes les opérations et auprès de laquelle toutes les banques auraient pu avoir un compte, il aurait fallu que chacune ait un compte chez toutes les autres.

Ce n'était pas facile, surtout si le phénomène de l'écu privé devait s'élargir et si le nombre des banques impliquées devait augmenter. C'est pourquoi très vite la Kredietbank à Bruxelles a offert à d'autres banques de leur ouvrir un compte en écus en contrepartie d'un transfert de leur monnaie nationale. Dès 1982, elle avait ouvert un compte en écus à 400 banques qui pouvaient se régler le solde de leurs transactions en écus par un débit ou un crédit de ce compte. La Kredietbank devenait ainsi, à l'instar d'une banque centrale, la banque de compensation de l'écu. Il faut dire que durant les premières années le volume de ces transactions est resté très modeste.

Les choses n'en sont pas restées là. La Lloyds à Londres a rapidement offert les mêmes services. Chaque jour l'une des deux devait des écus à l'autre. Le règlement pouvait se faire par les comptes réciproques que ces deux banques

---

<sup>6</sup> A la fin de 1990, elles détenaient ainsi près de 9 milliards d'écus privés... qui représentaient 57 % de leurs avoirs en écus officiels auprès du FECOM (Bundesbank, Report for the year 1991, p. 64).

entretenaient l'une chez l'autre, voire, si la banque créancière l'exigeait, en monnaies du panier. Mais les deux pouvaient aussi décider d'attendre le lendemain, car le solde pouvait se retourner. Pourquoi la Kredietbank réglerait-elle la Lloyds ce soir si demain elle peut être créancière de sa partenaire. Ce n'est qu'au-delà d'un certain montant que le solde était réglé. C'est ainsi que la compensation a naturellement débouché sur la mise en place d'un crédit interbancaire en écus.

D'autres banques ont très vite souhaité participer à cet accord bilatéral. Elles ont été cinq en 1984, puis sept qui ont constitué le système MESA (Mutual Ecu Settlement Accounts). Deux innovations ont été introduites. D'une part, pour éviter que chaque banque ne détienne un compte en écus chez toutes les autres, elles ne détenaient qu'un seul compte dit « de clearing » chez l'une d'entre elles qui faisait fonction de banque de compensation pendant un mois, une autre prenant sa place le mois suivant. D'autre part, les banques s'accordaient un crédit automatique tant qu'elles se devaient moins de 10, puis moins de 20 millions d'écus. Au-delà la banque débitrice devait régler effectivement la banque créancière en transférant les monnaies du panier.

Ce système restait limité et surtout provisoire. Dès 1981 un groupe de travail s'était constitué à l'initiative de la Commission européenne pour réfléchir à un système de compensation des règlements en écus. En 1985, toujours avec l'appui de la Commission et de la Banque Européenne d'Investissements, des banques – elles étaient 18 au départ, elles ont été finalement 45 – ont constitué une Association bancaire pour l'écu (ABE) qui a négocié un accord avec la BRI et avec le réseau SWIFT. Ce réseau a traité des ordres de virement en écus comme il traitait des ordres en dollars ou en yens, calculant les positions de chaque banque chaque jour en cette monnaie. Et la BRI est intervenue pour régler ces soldes en utilisant les comptes en écus que chacune des banques participantes détenait chez elle et qu'elles alimentaient en transférant les monnaies du panier. Elle assurait ainsi le bon fonctionnement de la compensation. Toutefois elle n'accordait aucune avance aux banques débitrices et elle ne gérait pas la liquidité du système. Elle jouait cependant un autre rôle : comme les banques se prêtaient et s'empruntaient des écus au taux du marché, il fallait une procédure pour fixer ce taux chaque jour. C'est la BRI qui, à partir des taux observés par les banques de compensation et en fonction de la position globale des banques en écus, arrêtait le taux qui devait s'imposer à toutes les transactions entre banques le lendemain<sup>7</sup>.

Un dernier développement est intervenu dans ce système lorsque neuf banques russes, polonaises, hongroises, bulgares... ont établi une association bancaire de « clearing », chargée de mettre en place un système de compensation basé sur l'écu. Cette association a signé une convention avec cinq banques de l'ABE qui devaient servir de banques de clearing pour ses membres. Les opérations devaient débuter fin 1993. Des banques d'Ukraine et des pays baltes étaient intéressées. Le système fonctionnait bien : conversions des monnaies nationales en écus et des écus en monnaies nationales, règlement des transactions en écus, les banques avaient fait ce qu'il fallait. Le système était capable de s'ouvrir à d'autres banques et à davantage d'opérations. Mais tout a changé à la fin des années 80

---

<sup>7</sup>. Ce mécanisme de compensation des opérations en écus est longuement expliqué par Lelart (1988), Jean (1990, pp. 170-185), Rossi (1997, pp. 143-157)... Il a également été fréquemment abordé dans la Revue *Banque* dans les années 84-87.



quand les Etats ont repris l'initiative et décidé d'une autre voie, la monnaie unique, fermant ainsi définitivement la voie ouverte par l'écu privé.

## **Comment ce système aurait-il pu évoluer ?**

Dès que l'écu a commencé à être utilisé en dehors du circuit des banques centrales, la Commission a souhaité que cet usage se développe. Elle a fait des propositions en ce sens dès le mois de mars 1982, se préparant à montrer l'exemple en utilisant l'écu le plus possible dans la comptabilité et les opérations des institutions communautaires. Ces propositions n'ont pas été adoptées. Et cependant l'écu privé s'est vu reconnu dès que le projet de monnaie commune a pris corps, avant d'être abandonné au profit d'une monnaie « unique ».

### *Le statut de l'écu privé dans la transition vers la monnaie unique*

Le rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne préparé par le Comité Delors et adopté par le Conseil européen de Madrid en juin 1989 s'est préoccupé du sort de l'écu privé. Plus exactement le Comité a considéré « qu'il ne devait pas exister de discrimination à l'encontre de l'utilisation privée de l'écu et que les obstacles administratifs existants devaient être levés » (art. 49). Ce souhait est réaffirmé à propos des mesures envisagées pour la première étape : « Tous les obstacles à l'usage privé de l'écu seraient levés » (art. 52). Il s'agit d'abord ici de l'usage privé de l'écu, c'est-à-dire de l'utilisation du panier comme simple unité de compte. En réalité, il s'agit davantage de l'usage de l'écu privé, de l'écu distinct de celui du FECOM, détenu sous forme de compte auprès de banques commerciales, et qui peut être conservé comme avoir de réserve ou utilisé comme moyen de règlement. Ce sont en effet ces utilisations-là de l'écu qui, en 1989, rencontrent encore certains obstacles. Ils tiennent à son statut qui, à l'époque, n'est pas encore partout celui d'une vraie monnaie. La plupart des pays ont décidé de traiter cet écu comme une devise et l'ont reconnu officiellement. Seule l'Allemagne l'a toujours considéré comme une simple unité de compte, et non pas comme une monnaie utilisable dans les règlements (Lelart 1994, pp. 104-107).

Un rapport demandé par l'Association pour l'Unité Monétaire de l'Europe (AUME) va dans le même sens. Après avoir interrogé 257 entreprises et institutions financières dans la Communauté, ce rapport relève les obstacles qui subsistent dans chacun des pays membres et propose une série de mesures qui devraient être adoptées pour faciliter l'usage de cet écu. La plupart concernent l'usage d'une unité de compte, d'autres concernent bien l'usage d'une vraie monnaie. C'est par exemple l'obligation faite aux banques d'offrir les mêmes services en écus que dans la monnaie nationale : c'est la possibilité d'ouvrir des comptes de dépôts en écus comme de payer ses impôts en écus... c'est aussi le souhait que l'écu ait cours légal (Ernst et Young, 1990, pp. 21-24). Deux années plus tard, en décembre 1992, la Commission publie un livre blanc : « Lever les obstacles juridiques à l'usage de l'écu ». C'est bien l'écu en tant que monnaie, et pas seulement comme simple unité de compte, qui est en cause. Il s'agit en effet « de permettre le développement progressif et sur une base volontaire de l'usage commercial de l'écu » (p. 15). Les mesures proposées concernent le statut de l'écu, les comptes bancaires, les décisions de justice, le paiement des salaires ou des impôts... Les instances

communautaires sont même incitées à montrer l'exemple et à faire elles-mêmes autant que possible des opérations en écus...

On pourrait croire que le développement des transactions va permettre à l'écu de devenir peu à peu la monnaie européenne. Le Comité Delors semble toujours aller dans ce sens : il considère qu'une union monétaire n'implique pas nécessairement une monnaie unique, mais que celle-ci « serait une caractéristique souhaitable d'une union monétaire ». Et l'écu lui paraît « offrir le potentiel nécessaire pour devenir une telle monnaie commune » (art. 46). C'est cette solution que le Conseil européen a retenue et que le traité de Maastricht a organisée, en prévoyant les trois étapes bien connues. C'est pendant la troisième qu'aurait lieu l'adoption de la monnaie unique (art. 60).

A vrai dire le Traité de Maastricht ne parle pas expressément de l'écu privé. Mais quand il parle de l'écu, et il le fait à plusieurs reprises, il considère bien les opérations en écus privés. C'est notamment le cas lorsqu'il énumère les fonctions de l'Institut Monétaire Européen qui devra « faciliter l'utilisation de l'écu et surveiller son développement, y compris le bon fonctionnement du système de compensation en écus » (109F). Voilà donc l'IME officiellement chargé, durant la deuxième phase – qui va s'étendre du début de 1994 à la fin de 1998 – de surveiller le système de compensation mis en place par l'Association bancaire pour l'écu. Le Traité vise encore l'écu à deux reprises. La première à propos de la convergence qui sera évaluée selon les quatre critères bien connus, mais également « en tenant compte du développement de l'écu » (109J). Il s'agit encore ici, de toute évidence, du développement des opérations en écus privés. La seconde concerne la politique de change que chaque pays doit traiter, avant la troisième phase, comme un problème d'intérêt commun... « en tenant compte de l'expérience acquise... grâce au développement de l'écu » (109M). Il s'agit toujours de l'écu privé dont on sait qu'il était directement coté sur le marché des changes et que des transactions s'y faisaient chaque jour...

Mais le Traité de Maastricht prévoyait aussi que les taux de conversion entre les monnaies nationales et l'écu seraient irrévocablement fixés, que l'écu deviendrait une monnaie à part entière et qu'il serait introduit rapidement en tant que monnaie unique de certains Etats membres (109L). C'était là une façon de sécuriser les opérations en écus privés pour les banques et pour leurs clients, puisqu'une solution de continuité était garantie en même temps que le panier allait être gelé (109G). C'était surtout une façon indolore de laisser l'écu privé, qui intéressait tout le monde, disparaître sans bruit.

Vingt années sont passées. Il est toujours difficile d'expliquer comment les pays, leurs autorités politiques et leurs experts ont pu soutenir aussi nettement l'expérience de l'écu privé et lui donner un rôle majeur dans l'évolution vers la monnaie européenne avant de décider de remplacer quelques années plus tard les monnaies nationales par un écu qui serait d'une tout autre nature... Les Allemands ont certainement beaucoup pesé dans ce choix. Ils avaient toléré les transactions en écus, mais la Bundesbank refusait « tout soutien artificiel à l'écu » et elle ne voulait pas que l'IME soit chargé de le promouvoir (Walrafen 1992). Elle n'a pas eu raison sur ce dernier point, mais l'écu est devenu une monnaie à part entière, dotée du cours légal. Le changement du nom, voulu lui aussi par les Allemands, a permis de

mieux caractériser cette rupture. Mais si la position allemande doit être prise en compte, elle ne suffit pas à expliquer le choix qui a été fait.

### *Le refus d'une monnaie parallèle*

L'écu privé a été en réalité une monnaie parallèle, puisqu'il a été utilisé à côté des monnaies nationales, avec toutefois deux limites : d'une part il ne l'a été que faiblement, pour des volumes de transactions qui sont restés somme toute assez marginaux ; d'autre part il ne l'a été que pendant un certain temps, bien délimité : depuis les années qui ont suivi la définition de l'écu par l'Accord de Bruxelles jusqu'à la mise en place de l'euro comme monnaie unique. Il y avait d'autres façons de mettre en place une monnaie parallèle. Certaines ont été envisagées, voire même proposées. Ces alternatives pouvaient se distinguer de plusieurs façons.

- *quant à la durée*. La monnaie parallèle pourrait être utilisée jusqu'à une date fixée, mais elle pourrait l'être plus longtemps, et n'aboutir à une monnaie unique qu'au gré des comportements et des choix des agents économiques. On peut même imaginer qu'elle subsiste indéfiniment à côté des monnaies nationales, auxquelles elle ferait concurrence.

- *quant à la valeur* de cette monnaie. Elle pourrait être celle d'un panier incluant les monnaies des pays de l'union monétaire, mais avec des variantes possibles quant à la révision de ce panier. Elle pourrait aussi dépendre d'un cours déterminé sur le marché comme pour n'importe quelle monnaie par rapport à une autre.

- *quant à la gestion* de cette monnaie. Ce pourrait être les banques commerciales, ou plutôt certaines banques organisées pour ce faire et qui auraient la charge à la fois de mettre en circulation cette monnaie et de la faire circuler. Ce pourrait être une nouvelle institution créée à cet effet, une sorte de banque centrale ou plutôt un Fonds monétaire européen (qui n'aurait rien à voir avec le FMI), lequel pourrait même émettre des billets ou autoriser les banques centrales à le faire.

- *quant aux contreparties* de sa création. Ce pourrait être les monnaies nationales qui seraient transférées à ces banques ou à cette institution. Il n'y aurait donc pas création de monnaie. Ce pourrait être les crédits que ces banques pourraient accorder à leurs clients, ou que cette institution pourrait accorder aux banques commerciales. Il y aurait alors création de monnaie et il faudrait en tenir compte dans la politique monétaire.

Le projet de l'écu se situe fort bien par rapport à ces solutions. Il a été une monnaie parallèle transitoire ; sa valeur était celle d'un panier, mais elle commençait à être déterminée sur un marché ; il était géré par des banques commerciales, mais avec un début d'implication de quelques banques centrales ; il a été émis en contrepartie d'un transfert de monnaies nationales, mais les banques pouvaient aussi accorder directement quelques crédits en écus. Le projet le plus original et le mieux connu reste cependant celui présenté par le gouvernement britannique en juin 1990 : la durée de cette monnaie parallèle n'était pas fixée ; sa valeur serait celle d'un panier ; elle serait mise en circulation par un Fonds monétaire européen en

contrepartie d'un transfert de leur monnaie nationale effectué par des banques commerciales ou des banques centrales ; les banques commerciales pourraient accorder des crédits en écus. Deux aménagements étaient prévus : le premier concernait la valeur de ce panier qui ne pourrait être affectée par la dévaluation d'une monnaie, la composition du panier étant modifiée en conséquence<sup>8</sup>. C'est ainsi que l'on a pu parler d'un système « d'écu lourd ». Le second imposait aux banques centrales de racheter leur monnaie en écus ou en devises à ce Fonds monétaire européen si les avoirs de ce dernier dépassaient un certain plafond. On pouvait de cette façon réguler l'émission de cette monnaie parallèle.

Ce projet et quelques autres présentés par certains pays n'ont pas été retenus. En proposant la monnaie unique dans quelques années et en l'annonçant à l'avance, le rapport Delors avait fermé la voie à une monnaie parallèle qui constituerait « une source supplémentaire de création monétaire sans lien précis avec une activité économique... et rendrait plus difficile encore la tâche de coordonner des politiques monétaires nationales différentes » (n°47). Si l'on ajoute que l'idée d'une monnaie parallèle ne semble pas tellement éloignée de l'idée de monnaies concurrentes, et que la concurrence entre les monnaies est très mal comprise des Français et plus encore des Allemands, on comprend que l'expérience de l'écu privé n'ait pas débouché sur la mise en place d'une monnaie parallèle en Europe. Il existait pourtant d'autres alternatives, l'une au moins ne manquait pas d'intérêt.

#### *L'idée d'une monnaie communautaire*

C'est principalement dans les transactions dites internationales, entre des résidents de pays différents, que l'écu a été utilisé comme monnaie de règlement par le secteur privé. On ne dispose pas des données correspondantes, mais on imagine mal les Français ne plus utiliser leur franc entre eux, ni les Allemands leur mark, avant même que ces monnaies ne soient retirées de la circulation et échangées contre des écus. Par conséquent les monnaies nationales auraient pu subsister, chacune conservant le cours légal dans son pays, tandis que l'écu restait utilisé, et de plus en plus, dans les transactions entre deux pays européens ou avec un pays tiers.

Cette solution qui consiste à séparer les règlements domestiques et les règlements internationaux et à prévoir, à côté des monnaies nationales qui suffisent pour les premiers, une monnaie internationale dévouée aux seconds, a été proposée plusieurs fois au niveau européen, grâce justement à l'écu privé. Elle l'a été par des auteurs qui voyaient cet écu devenir « une monnaie supra-nationale de règlement des échanges inter-européens » (Aglietta, 1989)<sup>9</sup>. Cette idée d'une monnaie internationale distincte n'a pas surgi avec l'écu. Elle trouve son fondement dans le plan Keynes de 1943 qui proposait au lendemain de la guerre d'organiser périodiquement la compensation des règlements entre les pays sans qu'il soit nécessaire de passer par les monnaies nationales, du moins par l'une ou l'autre d'entre elles. Le projet n'a pas été adopté – des experts n'ont cessé de le regretter

---

<sup>8</sup>. Si une monnaie se dépréciait, on augmentait sa quantité dans le panier de façon à ne pas modifier sa valeur. Mais on ne réduirait pas sa quantité quand une monnaie s'apprécierait. Cette idée d'un panier « a-symétrique » a été imaginée par le Comité des Vingt en 1974 à propos du DTS quand il est devenu un panier.

<sup>9</sup>. Cf. aussi Schmitt (1988), Bilger (1992), Lelart (1994), Rossi (1994 et 1997)...

depuis – mais il sera repris au niveau régional dans l'Union Européenne des Paiements dans les années 50 et il sera un succès.

Les modalités prévues étaient très différentes de celles que nous avons pu observer pour l'écu privé. Dans le plan Keynes, les transactions devaient être compensées chaque mois entre les pays et non pas chaque jour entre les banques commerciales ; on aurait eu besoin d'une unité de compte basée sur l'or – le bancor – et en laquelle toutes les monnaies auraient une parité, ce que n'a pas été l'écu... ; une chambre de compensation aurait centralisé toutes les transactions et fait les règlements en débitant et créditant les comptes de chaque pays, alors que les transactions en écus donnaient lieu à des règlements entre des banques commerciales ; enfin l'expansion des comptes en bancors devait être maîtrisée par la fixation initiale de quotas et l'engagement des pays – créanciers comme débiteurs – de prendre les mesures nécessaires, alors que les soldes en écus étaient l'objet quotidiennement de règlements qui se terminaient par un transfert de monnaies nationales. Peu de choses en commun par conséquent entre les deux systèmes, si ce n'est qu'on retrouve exactement le même principe au niveau international et au niveau régional : une monnaie spéciale pour régler les transactions entre deux pays, qui ne soit pas la monnaie de l'un d'eux... ou d'un autre.

Le plan Keynes aurait pu fonctionner, et le monde aujourd'hui ne serait pas ce qu'il est. Le système de l'écu privé aurait pu fonctionner également... et la zone euro ne serait pas aujourd'hui ce qu'elle est. Il aurait fallu bien sûr plusieurs conditions. La première est que les opérations en écus progressent plus rapidement et que, comme cela a été pour l'euro « une vague se mette à monter ». La volonté affirmée de laisser se développer ces transactions en écus et la perspective de voir un tel système se mettre en place auraient pu avoir à cet égard un impact décisif. Les agents « entrant dans l'écu » en seraient sortis de moins en moins vite, ils y seraient restés de plus en plus longtemps, ouvrant ainsi la voie à de plus en plus d'opérations. Dès lors, les banques obligées de se couvrir chaque fois qu'une monnaie nationale était remplacée par des écus, et chaque fois que l'écu était remplacé par une monnaie nationale, auraient dû faire ces opérations de couverture de moins en moins souvent, et pour des montants cessant d'augmenter. Toutefois si l'usage de l'écu s'était ainsi développé, les banques auraient eu à effectuer moins d'opérations de change..., mais davantage de règlements.

Et c'est la seconde condition pour que ce système fonctionne. Des changements institutionnels se seraient imposés pour accompagner le volume grandissant de règlements à assurer. Les banques commerciales auraient-elles pu conserver la maîtrise de ces opérations ? La BRI aurait-elle dû conserver le rôle qu'elle avait à l'égard de l'écu privé ? Les banques centrales auraient dû s'impliquer dans la surveillance de toutes ces opérations et surtout, d'une façon ou d'une autre garantir la liquidité dans ce système. En principe cependant l'écu serait resté un panier puisque chaque pays aurait conservé sa monnaie, le système de l'écu n'était donc pas autonome, il restait dépendant des monnaies nationales. Fallait-il alors réviser le panier tous les cinq ans, fallait-il y faire entrer les monnaies des nouveaux pays membres ?

Ces questions n'étaient pas les seules, il en était beaucoup d'autres. Leur trouver une réponse n'aurait pas été facile. Le système dont nous parlons paraît

irréaliste aujourd'hui ... il ne l'était pas à la fin des années 80 – il y a vingt-cinq ans – quand les pays européens ont décidé d'adopter tous – ou presque – une nouvelle et même monnaie.

## **Conclusion**

Et nous pensons que ce système aurait pu fonctionner. La Grèce aurait conservé sa monnaie, le Portugal aussi, l'Allemagne et la France également. Le Franc et le Mark seraient sans doute restés stables ou à peu près. La drachme aurait été dévaluée et l'escudo probablement. Le cours de l'écu s'en serait trouvé affecté, mais très faiblement, car il est peu probable que le principe de l'écu lourd ait été adopté. A un moment donné les pays auraient pu décider d'abandonner le panier et de faire de l'écu une monnaie en soi par rapport à laquelle les monnaies nationales auraient eu une parité. Cet écu serait réservé aux transactions entre pays, sans que l'on ait besoin d'émettre des billets... C'est une tout autre histoire que nous aurions connue.

Nous risquons d'en voir s'ouvrir une autre. Supposons – ce n'est qu'une hypothèse – que la Grèce quitte la zone euro. La drachme redevient la monnaie nationale, les Grecs rendent leurs euros... On peut imaginer que les comptes bancaires soient convertis un jour, ou plutôt en pleine nuit à deux heures du matin. D'une part les Grecs auront-ils tous conservé leur argent dans les banques d'Athènes ou de Thessalonique ? D'autre part rendront-ils spontanément tous leurs billets ? Il est à craindre qu'ils se suffisent des drachmes qui seront mises en circulation à l'occasion des salaires, des prestations sociales et des crédits bancaires et qui leur suffiront pour leurs transactions quotidiennes, tandis qu'ils conserveront leurs euros et s'en serviront, les entreprises pour régler leurs importations, les ménages pour conserver leur argent et le placer à l'étranger. L'euro deviendrait pour eux une monnaie internationale, comme l'écu aurait pu l'être autrefois, mais sans que l'on puisse parler d'un euro privé !

L'analogie ne serait toutefois qu'apparente. D'une part l'euro n'a pas été conçu comme une monnaie de transaction internationale et il est maintenant la monnaie légale de plusieurs pays. Si les Grecs l'utilisaient en même temps que la leur, il faudrait parler du phénomène d'euro-isation, déjà connu dans les pays tiers et qui ne ferait que s'étendre, cette fois à la marge de la zone euro puisque la Grèce l'aurait quittée. D'autre part, l'utilisation d'une monnaie internationale parallèlement à une monnaie nationale serait dans ce cas la conséquence, non pas d'une avancée partagée aux conséquences positives, mais d'un repli imposé par un échec isolé. Il n'y aurait pas lieu de se réjouir de cette nouvelle étape dans la construction monétaire européenne, surtout si la Grèce montre ainsi la voie à quelques-uns de ses partenaires.

Il est bien difficile aujourd'hui de dire ce que sera la Zone euro à la fin de la décennie. Elle n'aura peut-être que peu changé et les pays membres seront toujours 17, voire un peu plus. L'écu privé quant à lui, restera une belle histoire qui avait commencé à bien fonctionner en Europe et à susciter certains espoirs, d'autant plus qu'il aurait pu montrer la voie pour une réforme du système monétaire international à laquelle nous ne finissons pas de rêver.

## Références

- AGLIETTA M. [1986], Faire de l'écu une monnaie parallèle, *in* Aglietta (éd.), *L'Ecu et la vieille dame*, Economica, Paris, pp. 121-144.
- AGLIETTA M. [1989], Union monétaire et banque centrale, *Revue d'Economie Financière*, n°8/9, mars, pp. 150-164.
- BILGER F. [1992], L'autre monnaie unique, *Le Monde*, 15 décembre.
- Commission des Communautés Européennes [1992], *Lever les obstacles juridiques à l'usage de l'écu*, Livre Blanc de la Commission à l'attention du Conseil, 23 décembre.
- DELORS J. [Comité] [1989], *Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la communauté européenne*, Luxembourg.
- ERNST et YOUNG [1990], *L'écu, monnaie du succès européen – Une stratégie pour l'écu*, Editions d'Organisation, Paris.
- JEAN A. [1990], *L'ECU, le SME et les marchés financiers*, Editions d'Organisation, Paris.
- LELART M. [1986], La création d'écus privés, *Eurépargne*, juin, pp. 19-24.
- LELART M. [1988], L'écu monnaie de règlement, *Revue du Marché Commun*, n°321, novembre, pp. 526-531.
- LELART M. [1994], *La construction monétaire européenne*, Dunod, Paris.
- ROSSI S. [1997], *Modalités d'institution et de fonctionnement d'une banque centrale supranationale – Le cas de la Banque Centrale Européenne*, Peter Lang, Berne.
- ROSSI S. [1994], Le problème d'une monnaie européenne parallèle, Communication au Congrès de l'Association Internationale des Economistes de Langue Française, Luxembourg, mai.
- SCHMITT B. [1988], *L'écu et les souverainetés monétaires en Europe*, Dunod, Paris.
- WALRAFEN T. [1992], Allemagne : la Banque Fédérale face à l'UEM, *Revue d'Economie Financière*, numéro spécial sur le Traité de Maastricht, septembre, pp. 205-222.

## La zone euro et la crise financière internationale<sup>10</sup>

**Michel LELART**

*Directeur de recherche émérite au CNRS  
Laboratoire d'Economie d'Orléans*

### **Résumé :**

La finance internationale traverse une nouvelle crise depuis 2007, plus grave, plus contagieuse et plus durable que les précédentes. La zone euro est en crise elle aussi depuis quelques années, à tel point que l'on envisage parfois sérieusement la sortie d'un pays – la Grèce, voire à l'inverse l'Allemagne – et même la sortie de plusieurs pays ce qui ferait apparaître deux sous-zones et deux euros ...

Nous pensons que cette nouvelle crise de la finance internationale a des conséquences sur celle de l'euro et nous craignons que les mesures décidées au niveau international ne suffisent pas à restaurer une stabilité durable de la zone euro.

Mots clefs : euro, dollar, zone euro, crise financière

Classification JEL : F34, G15

-----

La monnaie européenne a remplacé les monnaies nationales le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Cela fait donc près de quinze ans que la monnaie unique est une réalité. Le système est désormais installé, les institutions fonctionnent, les habitudes sont prises, l'euro est connu un peu partout dans le monde. Malgré le rejet du projet de Constitution par la France et les Pays-Bas en 2005, malgré les hésitations des autres pays membres de l'Union européenne à rejoindre la zone, on pouvait considérer il y a quelques années encore que la mise en place de la monnaie unique était un succès. Tout a changé depuis, au point que l'on envisage sérieusement que tel ou tel pays puisse revenir à sa monnaie nationale. On va même jusqu'à s'interroger sur la survie de la zone euro.

Que s'est-il donc passé ? Un revirement aussi complet et aussi rapide doit trouver sa source dans des facteurs faciles à identifier. Nous pensons qu'il s'agit là d'une conséquence de la crise financière internationale qui a éclaté aux Etats-Unis au cours de l'été 2007. C'est « la tourmente » que nous allons expliquer avant d'analyser quelles ont été ses conséquences pour l'euro, puis d'examiner ce qui pourrait ou devrait être fait maintenant.

---

<sup>10</sup> Texte issu d'une conférence présentée à l'Assemblée générale de l'Association Chercheurs Toujours le 29 janvier 2013.



## La tourmente : la crise financière internationale

Pour bien comprendre comment sont organisées les relations monétaires internationales, il faut remonter au lendemain de la guerre. Les Etats-Unis ont invité les pays alliés à participer à une réunion organisée à Bretton Woods en juillet 1944. Les Britanniques avaient un plan – le fameux plan Keynes – qui consistait à définir une monnaie internationale et à mettre en place une banque pour la gérer et faciliter en même temps le règlement des transactions entre les pays. L'évolution des créances et des dettes des uns envers les autres devait être parfaitement maîtrisée par le respect de quelques règles simples. On pouvait parler d'un « système monétaire international ».

Ce projet était aussi novateur qu'astucieux – on en parle encore de nos jours ! – mais les Américains avaient le leur, qui a été naturellement adopté. Il ne prévoyait pas de monnaie particulière pour les transactions entre les pays. Il créait bien une institution nouvelle, le Fonds Monétaire International, mais ce n'était pas une banque qui pourrait créer et devrait gérer une monnaie nouvelle. Dès lors, que s'est-il passé ? Comme il fallait naturellement que les pays se règlent ce qu'ils se devaient, ils ont dû utiliser leurs propres monnaies... et il s'est révélé bien plus facile d'utiliser toujours la même. C'est ainsi que le dollar US est devenu en fait la monnaie internationale, sans qu'aucun accord ne l'ait jamais expressément établi. Le Plan Marshall a permis de « donner » aux pays européens les dollars dont ils pouvaient ensuite se servir. Mais c'est la rareté du dollar qui a marqué les années 50, jusqu'à ce que les Etats-Unis investissent massivement à l'étranger. C'est alors qu'un nouveau problème s'est posé car ils s'étaient engagés à convertir en or les dollars détenus par les banques centrales étrangères... De ce fait leur stock d'or a diminué tout au long des années 60, au rythme de ces conversions.

Et c'est la décision du Président Nixon, le 15 août 1971 : les Etats-Unis ne rachètent plus leurs dollars. Dès lors les dollars vont « sortir » des Etats-Unis et aller grossir les avoirs des banques centrales à un rythme accéléré (6 milliards en 1960, 60 en 1970 !). Dans les années 70, ce sont les banques US qui prêtent à des pays étrangers, notamment d'Amérique latine. Et comme les banques européennes ont commencé à prêter les dollars déposés chez elles – par les pays pétroliers par exemple – une mécanique d'accumulation de créances et de dettes en dollars s'est mise en place, à la fois entre les Etats-Unis et le reste du monde, puis entre les pays du Nord et les pays du Sud. Le phénomène des euro-dollars qui a permis un recyclage des surplus pétroliers trouve néanmoins sa limite. En octobre 1983 le Mexique ne peut plus rembourser ses banques. D'autres pays suivent. C'est la première crise de la dette, dette des Etats envers les banques – ce qu'on appelle la finance indirecte, puisque les banques sont des intermédiaires entre ceux qui ont de l'argent et ceux qui en ont besoin.

Les banques sont mal remboursées... elles ne vont plus prêter, du moins plus autant. Quelques années plus tôt, avec l'arrivée au pouvoir du Président Reagan, un vent de déréglementation s'est levé aux Etats-Unis, qui a touché un nombre grandissant de secteurs – notamment la finance – et s'est étendu largement dans le monde. Les règles étant assouplies, l'imagination a pu se libérer. Les innovations ont alors fleuri, dans la finance plus qu'ailleurs puisque les contraintes y sont moins sévères et qu'elle est même parfois purement virtuelle. C'est alors qu'on a vu les

marchés financiers prendre de plus en plus d'importance, les agents préférant se prêter et s'emprunter de moins en moins en passant par les banques, de plus en plus en émettant ou souscrivant, en vendant ou en achetant des titres. Cette désintermédiation financière présente un avantage qui a beaucoup contribué à son succès : sur un marché les titres peuvent être achetés et vendus sans attendre l'échéance. Le cours assure toujours l'équilibre des transactions.

Mais la finance s'inscrit dans le temps et le futur n'est jamais sûr. On peut se tromper, on peut aussi perdre confiance, on peut surtout s'entraîner les uns les autres, sans même le savoir... Les réactions peuvent alors s'enchaîner, jusqu'à ce que la confiance soit compromise. C'est ce qui s'est passé en 1994 avec la crise des marchés financiers – crise de la finance directe cette fois. Elle a commencé au Mexique à la faveur d'un climat et d'un horizon politiques incertains, s'est propagée en Asie du Sud-Est, en Russie, en Argentine, en Turquie... Elle a suscité quelques réformes ponctuelles, mais qui n'ont guère stabilisé la finance internationale.

Nous connaissons la suite : la déréglementation a laissé les banques étendre sans limites leurs opérations et fait les beaux jours des fonds spéculatifs et des paradis fiscaux. Des crédits ont été accordés imprudemment (sub-primés) par des banques américaines et ensuite remplacés par des titres (la titrisation) susceptibles d'être échangés sur les marchés comme s'ils étaient remboursés aussitôt. Tout cela a poussé quelques millions de ménages d'Américains à s'endetter exagérément et fragilisé un certain nombre d'institutions financières un peu partout dans le monde. Un retournement du marché immobilier était inévitable, les difficultés des banques de certains pays n'ont pas étonné, la crise financière s'est étendue à l'économie. Il s'est agi cette fois non plus d'une crise de la finance indirecte ou de la finance directe, mais d'une crise générale de la finance. Elle a touché à la fois les institutions et les marchés, à la fois un grand nombre d'institutions et la plupart des agents intervenant sur les marchés en achetant ou vendant des titres, prêtant ou empruntant de l'argent. C'est parce que la crise a été cette fois une crise générale de la finance qu'elle a eu des conséquences sur les pays de la Zone euro.

## **La Zone euro face à la crise**

Dix-sept pays européens sont actuellement membres de la Zone euro. Ils n'ont plus chacun leur monnaie, ils ont la même qu'ils doivent gérer tous ensemble. C'est l'affaire de la Banque Centrale Européenne (BCE) dont l'objectif principal, plusieurs fois énoncé par le Traité, est « de maintenir la stabilité des prix » (art. 127 notamment)<sup>11</sup>. Cet objectif est considéré comme atteint si l'inflation est proche de, mais inférieure à 2 %. Le Traité de Maastricht avait bien prévu que pour entrer dans la Zone euro les pays devaient avoir rapproché et réduit leur taux d'inflation. Cela ne voulait pas dire qu'une politique monétaire de stabilité, qui pouvait se comprendre à ce moment-là, allait toujours convenir à tous les pays. Bien au contraire, les économies ne progressent pas toutes au même rythme ni de la même façon... surtout quand elles doivent réagir à une crise comme celle qui a éclaté en 2007. Il est évident que depuis quelques années des politiques monétaires nationales seraient parfois préférables.

---

<sup>11</sup>. Les articles sont ceux du Traité de Lisbonne. Leur numérotation a changé par rapport au Traité de Maastricht, mais pas leur contenu pour ceux que nous citons.

La Zone euro veut dire aussi que les pays ne peuvent plus modifier la valeur de leur monnaie par rapport à celle de leurs partenaires puisqu'ils ont la même, ni par rapport à celle de pays tiers puisque leur politique de change elle aussi devient communautaire. C'est le Conseil des Ministres qui peut conclure des accords de change avec des pays tiers – par exemple avec les Etats-Unis – ou « formuler des orientations générales de politique de change vis-à-vis d'autres monnaies » (art. 219). Les pays de la Zone euro ne peuvent donc plus s'ajuster en modifiant leur taux de change. Cela n'est pas gênant à deux conditions qui sont celles auxquelles une zone monétaire est « optimale »<sup>12</sup>. Ou bien aucun pays membre ne risque de subir un choc extérieur qui n'affecterait pas ses partenaires et auquel il lui faudrait réagir. Ou bien un tel choc que nous appelons « asymétrique » peut survenir, mais le pays concerné qui ne dispose plus du taux de change conserve d'autres moyens de s'ajuster... C'est le déplacement de main-d'œuvre, la flexibilité des prix et des salaires, les transferts consentis par les partenaires...

Qu'en est-il dans la Zone euro ? Il n'était guère possible d'imaginer à sa naissance qu'aucun pays ne serait jamais affecté par un tel choc. La crise de 2007 a transformé ce risque en réalité, tant ses conséquences ont été spécifiques pour chacun des pays, qu'il s'agisse du ralentissement de l'économie, de la solidité du système bancaire, de l'endettement des Etats. Il est évident que si les pays avaient disposé de leur monnaie nationale, certains l'auraient dévaluée, d'autres l'auraient peut-être réévaluée<sup>13</sup>. Ils n'ont pas pu s'ajuster par les taux de change, ont-ils pu le faire d'une autre façon ?

Au sein de la Zone euro, on imagine mal des déplacements importants de main-d'œuvre entre les pays ou une baisse significative des prix et des salaires chez certains d'entre eux. Il reste le transfert au profit de pays devenus fragiles. Cette solution pose problème. D'une part le budget communautaire est limité (à peine plus de 1 % du Produit Intérieur Brut alors que le budget fédéral américain atteint 50 % !). Il ne permet pas une aide massive au profit de tel ou tel pays affecté plus durement par la crise. D'autre part, les politiques économiques restent nationales, mais les Etats ne sont pas pour autant absolument maîtres de leur budget et de leurs dépenses. Ils doivent respecter certaines règles, parmi lesquelles celle dite du non-renflouement. Ni l'Union en tant que telle, ni aucun des Etats membres ne peuvent « répondre des engagements... d'un autre Etat membre ni les prendre à leur charge » (art. 125). Un pays ne peut donc en aider un autre.

Cette règle n'est pas la seule relative à la politique économique. Une autre tout aussi importante et aussi bien connue concerne les déficits publics qui ne peuvent dépasser 3 % du PIB et la dette publique qui ne peut dépasser 60 % (art. 126). Ces ratios qui constituent autant de « critères de convergence » mesurant la capacité des pays candidats d'entrer dans la Zone (art. 140) se transforment en contraintes que les pays membres doivent continuer de respecter (art. 126). Cette obligation, sanctionnée par la procédure de déficit public excessif, a été renforcée par le Pacte de Stabilité et de Croissance qui a précisé les sanctions susceptibles d'être appliquées... mais qui ne l'ont été qu'exceptionnellement, tant cette règle est sévère.

---

<sup>12</sup>. Nous exposons ici – succinctement – la thèse de la zone monétaire optimale défendue par Robert Mundell.

<sup>13</sup>. Dans l'hypothèse où le système monétaire européen basé sur des parités de chaque monnaie aurait été maintenu. Sinon, les monnaies se seraient dépréciées ou appréciées sur le marché des changes.

Elle l'est devenue bien plus encore avec la crise. Les Etats ont eu besoin de relancer leur économie et/ou de soutenir leurs banques, ce qui passe par des dépenses et/ou des crédits supplémentaires et contribue à les fragiliser.

Le problème s'est posé avec la Grèce, mais cette fois pour des raisons spéciales. Au moment de son adhésion, en 2001, ce pays ne satisfaisait pas à ces deux critères. Son déficit était plus du double de celui annoncé ! Il s'est agi non pas bien sûr d'une erreur de calcul, mais d'une falsification des comptes nationaux. Il faut savoir que les comptes de l'ensemble des agents économiques d'un pays n'ont pas la précision des comptes d'une entreprise qui sont régulièrement certifiés. Ajoutons à cela que la Grèce est peu industrialisée, qu'elle est une économie de services dans laquelle la productivité ne s'améliore que lentement, que sa balance courante est fortement déficitaire, que son endettement croît inexorablement... et que les agences de notation permettent de savoir, et rapidement, comment évolue la situation d'un pays. Les difficultés de la Grèce se sont étendues à l'Irlande, puis au Portugal, puis à l'Espagne. L'Italie et la France semblaient en deuxième ligne. Un pays ne pouvait plus faire face à lui seul aux problèmes engendrés par la crise. Il fallait que la Zone euro, et au-delà la communauté internationale, réagisse sans tarder.

Une *première* mesure a concerné la politique monétaire qui est devenue « non conventionnelle » ce qui n'est guère conforme à l'article 127. La BCE n'a pas seulement baissé ses taux pour rendre le crédit moins cher, elle a prêté aux banques pratiquement sans limites, pour une durée inhabituellement longue et en acceptant en garantie des titres risqués dont les banques n'étaient pas mécontentes de se débarrasser ! La *deuxième* mesure a concerné encore la BCE qui a commencé en mai 2010 à acheter sur le marché dit secondaire – c'est le marché de l'occasion – des titres émis par des pays en difficultés. Cette procédure fait baisser les taux auxquels ces pays peuvent emprunter : c'est une aide qui leur est consentie indirectement, en contradiction formelle avec le Traité (art. 123) comme avec les statuts de la BCE ! La *troisième* mesure est la mise en place d'un système d'assistance financière conditionnelle pouvant atteindre 500 milliards d'euros, pour la plupart empruntés sur les marchés avec la garantie des Etats et complétés par 250 milliards que pourrait prêter le Fonds Monétaire International, lequel ne prête plus qu'aux pays du Tiers monde ou émergents depuis 35 ans ! C'est de cette façon que la Zone euro espère se mettre à l'abri des remous que la finance internationale pourrait continuer d'engendrer. En fait, d'autres mesures ont dû être prises, très rapidement, afin de préserver l'avenir de la zone euro.

## **Quel avenir pour la Zone euro ?**

La crise financière qui a éclaté en 2007 a donc conduit à un assouplissement de la politique monétaire de la BCE afin de relancer l'activité économique. Les Etats de la Zone ont de leur côté lancé des plans de relance qu'ils ont financés en s'endettant toujours davantage, à la fois en empruntant aux banques et surtout en émettant des obligations sur les marchés. La solvabilité de certains Etats, évaluée par les agences de notation, s'est rapidement dégradée. La situation de certaines banques s'est également détériorée. Comme les traités n'avaient pas prévu de mécanisme de gestion des crises, il avaient même interdit la solidarité entre les pays

(art. 125, le non-renflouement), les pays européens ont dû prendre rapidement, dans les années qui ont suivi, les mesures susceptibles d'assurer la stabilité de la Zone.

Une première mesure a été la décision de créer un mécanisme permanent de gestion des crises sous forme d'un Mécanisme Européen de Stabilité (MES) qui doit compléter en juillet 2013 la facilité créée dans l'urgence trois ans plus tôt. Ce nouvel organisme qui pourra disposer au maximum de 700 milliards d'euros pourra acheter des titres émis par les Etats. Cette aide n'est possible que parce que le Traité de Lisbonne a été modifié. Un alinéa 3 a été ajouté à l'article 136 qui prévoit que « les Etats membres dont la monnaie est l'euro seront autorisés à créer un mécanisme de stabilité qui sera activé si cela s'avère indispensable pour garantir la stabilité de la Zone euro dans son ensemble. L'accès à toute assistance financière dans le cas du mécanisme sera soumis à une conditionnalité stricte ». Ainsi un pays ne pourra bénéficier de ce système que s'il s'engage à respecter certaines conditions de nature à réduire son endettement. On retrouve là les conditions habituelles du FMI. Avec ce mécanisme, la Zone euro s'est dotée d'une sorte de Fonds Monétaire Européen. Mais la comparaison ne peut être poussée trop loin. Le MES par exemple peut emprunter sur les marchés et il peut utiliser une fraction de ses ressources pour soutenir des banques en difficultés.

D'autres mesures ont concerné les politiques économiques, dont on sait qu'elles restent nationales, afin de renforcer la gouvernance économique au sein de la Zone. Ces mesures se sont étalées sur plusieurs années. C'est le « semestre européen », qui doit permettre une meilleure conformité des programmes économiques et des budgets nationaux avec une stratégie collective. C'est le « six pack », ensemble de règlements européens qui renforcent la surveillance des Etats en matière de finances publiques. L'évolution de la dette est maintenant surveillée elle aussi, comme le déficit. Alors que la procédure de déficit excessif devait être décidée à une certaine majorité, elle devra maintenant être refusée à cette majorité, elle s'appliquera donc plus souvent. Un ensemble d'indicateurs susceptibles de caractériser des déséquilibres macro-économiques pourront déclencher une procédure de « déséquilibre excessif » qui pourra elle aussi obliger un pays à payer une amende. Toutes ces mesures, et il en est d'autres, telles que la nécessité d'équilibrer les comptes (la règle d'or), sont reprises dans un nouveau Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG) accepté non pas par les 27 pays de l'Union européenne, mais par 25 seulement, le Royaume-Uni et la République tchèque l'ayant refusé.

La Zone euro est-elle maintenant tirée d'affaires ? Les pays ont les moyens de s'entraider et ils peuvent le faire. Leurs politiques économiques sont désormais mieux encadrées, et sans doute plus efficacement. Mais les problèmes demeurent. Un *premier* est lié à l'histoire même de cette Zone. La monnaie unique devait être un facteur de cohésion entre les pays membres en même temps qu'elle entrainerait une croissance plus soutenue. Au bout de quinze ans, la croissance y est plus faible que dans la plupart des régions dans le reste du monde. Quant à la convergence, il est facile de voir dans le tableau qui suit que l'évolution s'est plutôt faite en sens inverse, tant les écarts entre certains pays sont devenus énormes. Un *deuxième* problème tient au fameux approfondissement. Jusqu'où faut-il aller dans le processus d'intégration ? On a décidé au départ une politique monétaire commune avec des politiques économiques nationales. Pour beaucoup ce n'est pas assez. Un pas de

plus a été fait en réponse à la crise, mais va-t-il suffire à assurer une plus grande cohésion dans la Zone et à éviter d'autres difficultés ? Certains pensent qu'il faut franchir le pas vers un fédéralisme géré par les institutions européennes alors que d'autres veulent maintenir une Europe contrôlée par les Etats. Un *dernier* problème concerne l'élargissement. Onze pays ont adopté l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 1999, la Grèce deux années plus tard, sur la base de comptes erronés. 17 pays sont actuellement membres de la Zone mais onze autres membres de l'Union européenne ont vocation à y entrer, sauf le Royaume-Uni qui a obtenu le droit d'attendre sans fin. Ces adhésions étaient plus ou moins programmées il y a dix ans, elles soulèvent beaucoup moins d'enthousiasme depuis... La Lettonie est une exception assez inattendue. Et que dire des pays qui sont candidats (la Turquie...) ou de ceux qui sans doute vont l'être un jour ou l'autre (la Serbie ou le Kosovo...) ? Ce n'est pas demain que la Zone euro sera géographiquement et donc politiquement durablement stabilisée !

Elle le sera d'autant moins qu'elle pourrait fort bien, à l'inverse, se rétrécir. Avant la crise, la sortie d'un pays, en l'occurrence celle de la Grèce, ne pouvait être sérieusement évoquée. Elle apparaît aujourd'hui comme une option parfaitement plausible, même si elle soulève un grand nombre de difficultés, et alors que ses conséquences politiques autant que financières risqueraient d'être désastreuses pour le pays concerné ! Une autre perspective est la sortie de l'Allemagne. Elle est plus rarement évoquée, et elle apparaît plus singulière, mais en définitive elle se comprendrait fort bien. L'Allemagne qui est le pays le plus performant de la Zone pourrait être tentée de ne plus accompagner et soutenir des partenaires dont la politique économique est moins rigoureuse et qui ne font pas autant d'efforts qu'elle. Un tel scénario en ouvre automatiquement d'autres. Plusieurs pays par exemple pourraient décider de sortir ensemble, soit vers le haut, soit vers le bas, et plutôt que de reprendre chacun leur liberté en retrouvant une monnaie nationale, conserver entre eux, mais entre eux seulement, une même monnaie. On aurait ainsi un nouvel euro distinct de l'ancien, l'un serait plus fort, l'autre serait plus faible, la valeur de l'un par rapport à l'autre serait indiquée par le marché.

Ces perspectives font peur. Elles semblent bien irréalistes aujourd'hui. Mais dans vingt ans, ou même plus tôt si la crise des dettes souveraines s'éternise, si une reprise durable de l'activité se fait attendre, si un pays, parmi ceux d'aujourd'hui ou parmi ceux à venir, peine réellement à rester proche des autres ? Si la crise financière doit se prolonger ou réapparaître sous une forme ou sous une autre, c'est l'existence même de la Zone euro sur ses bases actuelles qui pourrait se trouver compromise.

## **Conclusion**

Il est difficile de déterminer exactement quelle est la responsabilité de la crise financière internationale dans la crise de la Zone euro. On ne peut douter qu'elle en ait accentué l'ampleur. La BCE n'a-t-elle pas été obligée de suivre la Réserve Fédérale américaine et d'adopter une politique qui n'était pas exactement celle imposée par les traités européens ? Les pays de la Zone euro n'ont-ils pas laissé leur endettement s'accroître au gré des mesures de soutien qu'ils ont décidées à la suite des Etats-Unis et comme le Japon ? Dès lors, la stabilité de la Zone euro

pourra-t-elle être assurée d'une façon durable si la finance internationale ne retrouve pas elle-même une plus grande stabilité ?

Des mesures ont été prises en ce sens depuis le début de la crise, notamment par le G20. Elles concernent la surveillance bancaire comme les paradis fiscaux, le contrôle des agences de notation comme la gouvernance au sein du Fonds Monétaire International. Mais elles ne concernent en rien la monnaie internationale. C'est pourtant là la vraie réforme dont le monde a besoin. La Zone euro, qui a tant de peine à gérer sa monnaie en ces temps de crise pourra-t-elle le faire mieux à mesure que sa monnaie deviendra de plus en plus une monnaie internationale et sera de plus en plus utilisée par le reste du monde ?

### **Quelques références bibliographiques**

Banque de France, De la crise financière à la crise économique, *Documents et débats*, n°3, janvier 2010.

BOURRINET J. et VIGNERON P., *Les paradoxes de la zone euro*, Bruylant, Bruxelles, 2010.

DEVOLUY M., *L'euro est-il un échec ?*, La Documentation Française, Coll. Reflexeurope, Paris, 2011.

LE HERON E., *A quoi sert la Banque Centrale Européenne ?*, La Documentation Française, Coll. Reflexeurope, Paris, 2013.

LELART M., *Le système monétaire international*, La Découverte, Coll. Repères, Paris, 8<sup>ème</sup> édition, 2011.

Voir aussi le résumé de la conférence de E. APPEL et M. LELART sur la crise financière internationale dans *La lettre de Chercheurs Toujours*, n°14, juin 2010.

**Situation des pays membres de la Zone euro (2012)**

<u>Date</u> <u>entrée</u>	<u>Pays</u>	<u>Déficit</u> <u>public</u> <u>en %</u>	<u>Dette</u> <u>publique</u> <u>en %</u>	<u>Taux de</u> <u>croissance</u> <u>en %</u>	<u>Taux de</u> <u>chômage</u> <u>en %</u>	<u>Solde bal.</u> <u>commerciale</u> <u>en %</u>
1999	Allemagne	-0,2	81,9	0,7	5,4	6,4
	France	4,8	90,2	-0,1	11,0	-1,8
	Italie	3,0	127,0	-1,3	12,0	-0,5
	Espagne	10,6	84,2	-1,5	26,8	-0,9
	Pays-Bas	4,1	71,2	-1,0	6,5	8,2
	Belgique	3,9	99,6	-0,3	8,4	1,0
	Portugal	6,4	123,6	-3,2	17,8	-1,9
	Autriche	2,5	73,4	0,8	4,9	3,0
	Irlande	7,6	117,6	0,9	13,5	5,0
	Finlande	1,9	53,0	-0,2	8,2	-1,6
	Luxembourg	0,8	20,8	0,3	5,6	5,6
2001	Grèce	10,0	156,9	-4,2	26,8	-5,3
2007	Chypre	6,3	85,8	-8,7	15,6	-4,8
	Malte	3,3	72,1	1,0	6,4	-0,8
2008	Slovénie	4,0	54,1	-2,3	10,2	2,7
2009	Slovaquie	4,3	52,1	2,0	14,5	2,0
2011	Estonie	-0,3	10,1	3,2	8,7	-3,1
2014	Lettonie					
	ZONE EURO	3,7	90,6	-0,3	12,2	1,8

Un déficit public négatif correspond à un excédent.

Le solde commercial égal à l'écart entre les exportations et les importations est un % du PIB.