

III / Les vingt ans de l'euro : bilan et enjeux futurs

Christophe Blot, Jérôme Creel et Xavier Ragot

Vingt ans après sa création, l'euro continue d'être plébiscité par les Européens. Selon l'enquête de novembre 2018 de l'Eurobaromètre consacrée à la zone euro, 74 % des Européens interrogés estiment que l'euro a bénéficié à l'Union européenne (UE), et 64 % pensent que l'euro a bénéficié à leur pays, soit la plus forte proportion depuis la première enquête en 2002.

Ce résultat ne doit pas masquer les divergences entre les pays : les pourcentages d'opinions favorables vont de 42 % en Lituanie à 85 % en Irlande ; 11 points d'opinions favorables séparent l'Allemagne (70 %) de la France (59 %) ; les opinions favorables ont baissé en France (- 5 points) et sensiblement augmenté en Autriche et en Italie (+ 12 points) depuis 2017.

Cette enquête et la divergence d'opinions favorables à l'égard de l'euro reflètent en partie les différences de performances économiques depuis 1999. La zone euro reste une union monétaire atypique caractérisée par une politique monétaire commune sans union budgétaire ni union politique.

En moyenne, l'euro, malgré sa jeunesse, est une monnaie stable. De ce point de vue, la Banque centrale européenne (BCE) semble avoir globalement satisfait son principal objectif, assigné par le traité de Maastricht, à savoir la stabilité des prix. Dans une période de forte incertitude, comme celle qui a suivi le déclenchement de la crise financière de 2007-2008, la BCE a fait preuve de pragmatisme et d'innovation. Elle est allée à la frontière ou au-delà de ce que semblait lui imposer son mandat (*cf.* chapitre II).

Ce constat ne doit pas masquer les difficultés rencontrées dans la zone euro et, parmi celles-ci, une croissance fragile et des divergences nominales persistantes entre ses États membres. Celles-ci ont conduit à des divergences réelles : déséquilibres courants, hétérogénéité des coûts de financement et des tendances de productivité. L'euro a donc encore besoin de réformes.

Un bilan en demi-teinte

Les performances de la BCE en termes de stabilité des prix ont été relativement bonnes : le taux d'inflation moyen entre 1999 et 2018 est égal à 1,7 %, soit « en dessous, mais proche » de la cible d'inflation à 2 %, donc conforme à la définition de la stabilité des prix adoptée par la BCE en 2003.

Par ailleurs, Hartmann et Smets [à paraître] montrent que la BCE a réussi à ancrer les anticipations d'inflation à cinq ans au niveau de son objectif de 2 %, ce qui témoignerait de la crédibilité de la banque centrale à maintenir une inflation modérée. Soulignons cependant que les anticipations ont été moins bien ancrées pendant la crise des dettes souveraines. Hartmann et Smets indiquent que « la plus grande incertitude entourant les prévisions d'inflation à long terme et la montée des risques financiers après le début de la crise de la dette souveraine, en particulier, laissent penser que la BCE n'a pas été en mesure de dissiper totalement le risque de se retrouver dans un régime de faible inflation/déflation (comme ce fut le cas au Japon) ».

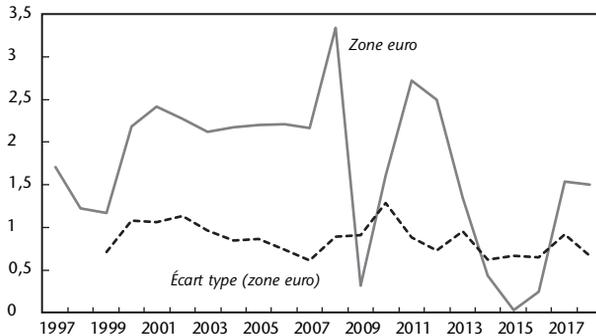
Comme le montre le graphique 1, les performances année après année sont un peu plus mitigées que ce que la seule moyenne du taux d'inflation semble révéler. Entre 1999 et 2007, le taux d'inflation est resté proche de, mais supérieur à 2 %. Il a culminé à plus de 3 % après un choc pétrolier avant de s'effondrer au cours de la récession de 2009. Depuis 2013, le taux d'inflation est resté nettement inférieur à l'objectif.

Les fluctuations de l'inflation reflètent soit une forte composante externe, soit l'impact des déterminants réels de l'inflation, tel le chômage, qui ont poussé l'inflation à la baisse. Elles soulignent la difficulté d'empêcher ou d'atténuer rapidement les chocs dans la zone euro.

Dans une union monétaire, les écarts d'inflation entre les États membres peuvent être déstabilisants. Or, depuis 1999, la

Graphique 1. Taux d'inflation moyen dans la zone euro

En %

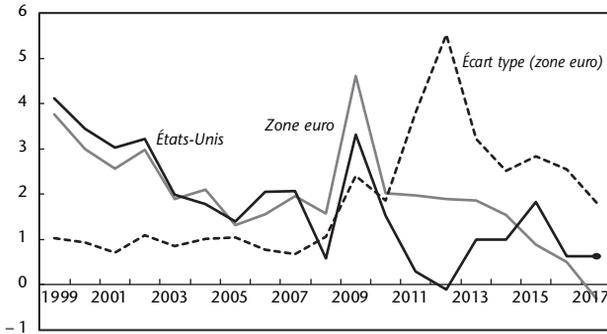


Sources : Ameco et calculs des auteurs.

dispersion des taux d'inflation annuels entre les pays de la zone euro est restée stable (graphique 1). Cela produit des taux d'intérêt réels divergents et une procyclicité pouvant entraîner des risques d'instabilité économique et financière : avec un taux d'intérêt nominal unique — celui fixé par la BCE —, les pays dont l'inflation est supérieure (resp. inférieure) à la moyenne auront des taux d'intérêt réels inférieurs (resp. supérieurs) à la moyenne. Si l'inflation supérieure à la moyenne signale une croissance plus forte de l'économie nationale par rapport à celle de la zone euro, le taux d'intérêt réel inférieur à la moyenne européenne renforcera cette croissance au lieu de la stabiliser. Sans autre mécanisme correcteur, les divergences auront donc tendance à s'accroître.

Les données présentées dans le graphique 2 confirment cet inconvénient initial de la zone euro. Alors que les taux d'intérêt réels à long terme ont considérablement diminué entre 1999 et 2008, l'écart entre les États membres est resté stable. Le graphique 2 met également en évidence les conséquences de la crise financière de 2007-2008 sur les taux d'intérêt. Contrairement aux États-Unis, où le taux d'intérêt réel à long terme a diminué rapidement après son pic de 2009, le taux de la zone euro est resté longtemps à un niveau supérieur à celui d'avant la

Graphique 2. Taux d'intérêt réels dans la zone euro et aux États-Unis
En %



Sources : Ameco et calculs des auteurs.

crise. L'écart type a même fortement augmenté, mais contrairement à la période précédente, les hausses des taux d'intérêt réels se sont produites à la périphérie et non au cœur de la zone euro. Cela montre clairement que les conditions monétaires ne sont pas identiques entre les pays et que la politique monétaire de la BCE peut être dans certains cas procyclique (par exemple en Allemagne en 2018), soit insuffisamment expansionniste (par exemple en Italie).

La performance de la zone euro en termes de chômage a également été mitigée. Le taux de chômage a diminué de 2 points de pourcentage entre 1999 et 2008, mais la crise l'a poussé à un sommet historique de 12 % de la population active en 2013 (*cf.* chapitre iv). Même si les taux de chômage de la zone euro et des États-Unis étaient très similaires en 2009 — la hausse du taux de chômage aux États-Unis a alors été très substantielle —, l'écart a été très important après 2010. La reprise aux États-Unis a été rapide et soutenue alors que la zone euro est entrée dans une deuxième période de récession en 2012-2013.

Le bon fonctionnement de la zone euro inscrit dans le traité de Maastricht (*cf.* chapitre i) supposait un environnement économique stable qui a disparu avec l'avènement de la crise de

2007-2008 et a entraîné d'importants changements dans l'organisation des politiques économiques de la zone euro. Contrairement à la Réserve fédérale, le mandat de la BCE n'accorde pas le même poids aux objectifs d'inflation et de stabilisation économique, ce qui a longtemps limité les marges de manœuvre de la politique monétaire européenne.

Dogmatisme budgétaire, pragmatisme monétaire et réformes inachevées

Les vingt années écoulées depuis la création de l'euro ont montré que le dogmatisme budgétaire était une erreur, que la BCE a su s'affranchir d'un mandat contraignant, et que des réformes macroéconomiques et financières restent possibles.

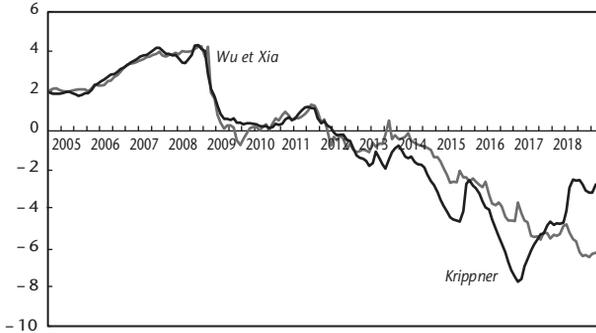
Du point de vue budgétaire, le carcan imposé par le pacte de stabilité et de croissance (PSC) et par le traité budgétaire partage le même cadre conceptuel que celui qui a conduit à l'indépendance et au mandat de la BCE [Creel et Labondance, 2017]. En limitant l'usage des politiques budgétaires par l'adoption de règles, on a voulu limiter les effets déstabilisants attribués, à tort, à ces politiques. Ce choix a été triplement néfaste à l'économie européenne. En situation de croissance faible, il limite les marges de manœuvre budgétaires, au moment où la capacité stabilisatrice et de relance de la politique budgétaire (mesurée par l'effet multiplicateur) est la plus grande. Il incite également les États à mener des politiques d'austérité lorsque la limite du déficit public a été atteinte ; ceci contribue alors à renforcer la crise et la politique budgétaire perd ses qualités de stabilisation. Enfin, il ne suffit pas à empêcher que surviennent de graves crises de dette publique, comme en Grèce.

Imaginé pour favoriser la prévention et pour organiser la répression des déficits et des dettes excessifs, le PSC a failli : les dettes publiques restent à des niveaux très élevés, et les politiques recommandées pour les limiter n'ont longtemps réussi qu'à les pérenniser. La coordination budgétaire par les règles n'a donc pas fonctionné.

La crise financière mondiale et ses répercussions en Europe ont amené la BCE à modifier sensiblement la conduite de la politique monétaire, *via* l'adoption de mesures non conventionnelles qui remplissaient trois objectifs : régler le pro-

Graphique 3. Taux d'intérêt monétaires implicites dans la zone euro

En %



Sources : Krippner [2013] ; Wu et Xia [2016].

blème de liquidité du système bancaire, lutter contre la fragmentation bancaire et la transmission altérée de la politique monétaire¹, et atténuer le risque de déflation. Ces changements ont notamment conduit à la politique d'achats de titres financiers publics et privés entre 2015 et 2018 souvent qualifiée de *quantitative easing* (QE).

Le QE a servi de complément à la politique monétaire conventionnelle et a contribué à assouplir très sensiblement les conditions de financement, illustrées par le taux implicite qui mesure l'orientation de la politique monétaire, y compris dans sa dimension non conventionnelle (graphique 3). Pour autant, malgré des taux négatifs implicites de -6 % à -8 %, l'inflation globale est en deçà de l'objectif de 2 % et la reprise économique reste fragile. Fin 2018, le taux de chômage est toujours supérieur à son niveau d'avant-crise et le chômage de masse reste un problème dans certains pays (notamment la Grèce et l'Espagne).

Ces développements macroéconomiques ne peuvent évidemment pas servir de preuve de l'efficacité ou de l'inefficacité de la

1 Les conditions financières (taux d'intérêt et accès aux crédits bancaires) différaient de plus en plus entre les États membres.

politique monétaire. Ils témoignent plutôt du fait que même si la politique monétaire est efficace, elle ne peut sans doute pas assurer seule la stabilité des prix et un niveau d'emploi maximal. Selon les détracteurs des politiques non conventionnelles, celles-ci pourraient engendrer un risque d'inflation. Cependant, jusqu'en 2018 inclus, un tel risque est loin de s'être matérialisé. Il s'agit là d'une leçon importante à l'encontre de la croyance naïve véhiculée par la théorie quantitative de la monnaie et selon laquelle l'inflation s'accroît lorsque la banque centrale émet une forte quantité de liquidités. En réalité, la capacité des banques centrales à parvenir à la stabilité des prix repose toujours sur la courbe de Phillips qui souligne combien l'inflation continue de dépendre de la demande globale.

La politique budgétaire y joue donc un rôle clé. Les stabilisateurs automatiques devraient rester le premier amortisseur au niveau national, afin que la production atteigne son potentiel. Leur efficacité ne devrait donc pas être réduite par des mesures d'austérité qui fragilisent les éléments stabilisateurs de l'État-providence : la progressivité fiscal-social et les dépenses sociales sensibles au cycle économique. Ces politiques budgétaires nationales pourraient être complétées au niveau de la zone euro par un mécanisme de stabilisation. Un budget pour la zone euro ou un mécanisme d'assurance chômage [Aparisi de Lannoy et Ragot, 2017] sont des options possibles. Dans tous les cas, une meilleure coordination des politiques monétaire et budgétaire est nécessaire pour faire face aux chocs mondiaux et nationaux et le recours aux politiques discrétionnaires doit rester possible dès lors que les économies subissent des chocs récessifs importants, comme ce fut le cas pendant la crise financière globale.

Les récentes « avancées » du Sommet de la zone euro de décembre 2018 n'ont pas dissipé les craintes d'une sous-estimation des besoins de stabilisation macroéconomique au niveau de la zone euro. En phase de normalisation de sa politique monétaire — le bilan comptable de la BCE va aller progressivement décroissant —, il ne faut pas attendre de la BCE qu'elle puisse contribuer à cette stabilisation. En outre, le budget de la zone euro qui a été évoqué au Sommet de décembre 2018 sera alloué finalement à deux objectifs : convergence et compétitivité. Exclue donc la question de la stabilisation économique, pourtant centrale dans la position française exprimée par Emmanuel Macron lors de son

discours de la Sorbonne, en septembre 2017, et reprise dans la déclaration franco-allemande de Meseberg en juin 2018.

Le cercle vicieux des divergences

Les divergences économiques entre les États de la zone euro ont été importantes, en termes de taux de chômage, de PIB par habitant, de dettes publiques ou de comptes courants. Toutes ces dynamiques ne peuvent être attribuées à l'euro seul. D'autres facteurs, tels que le commerce international et la dynamique technologique ont joué. Néanmoins, l'euro, par définition, a empêché l'utilisation d'instruments macroéconomiques classiques pour traiter les déséquilibres, tels que les taux d'intérêt et les taux de change. Malgré ce constat, durant de nombreuses années les divergences n'ont pas fait l'objet d'un suivi attentif, probablement en raison de l'hypothèse implicite — et fautive — selon laquelle une concurrence accrue sur le marché des biens et l'intégration financière suffiraient à assurer la convergence.

Les divergences apparues au sein de la zone euro ont nécessité, on l'a vu, l'usage de nouveaux instruments de politique monétaire, mais aussi des dévaluations internes — des réformes structurelles pour assurer la convergence des coûts salariaux corrigés de la productivité, dits coûts salariaux unitaires — qui ont nourri les risques de déflation.

Les divergences nominales (en termes d'inflation et de salaire), réelles (en termes d'emploi et de productivité) et financières (en termes de trajectoires des comptes courants et des dettes publiques et privées) ont tendance à s'auto-entretenir. Les situations de quatre grands pays sont d'ailleurs très éclairantes.

Avant la crise, les entrées de capitaux en Espagne généraient une surévaluation des prix de l'immobilier et un déficit du compte courant, ce qui entraînait une mauvaise affectation du capital et du travail dans le secteur de la construction, contribuant ainsi à une inflation transitoire des salaires. De nombreux économistes insistent maintenant sur le fait que les déséquilibres financiers sont la cause des déséquilibres réels et nominaux dans certains pays [Martin et Philippon, 2017].

La modération salariale en Allemagne, entamée après la réunification, y a sensiblement diminué le coût salarial unitaire par rapport à d'autres pays affichant des tendances de produc-

tivité proches, comme la France. Cela a contribué au déséquilibre majeur de la zone euro, à savoir l'excédent de compte courant allemand [Le Moigne et Ragot, 2015].

L'inflation élevée et un taux d'intérêt réel bas en Italie ont contribué à la baisse du coût du crédit, profitant aux entreprises à faible productivité soutenues par les banques. Cela a contribué à une mauvaise répartition du capital [Gopinath *et al.*, 2017]. Pour endiguer l'instabilité sociale consécutive au ralentissement du revenu par habitant, des mesures fiscales engendrant une inflation additionnelle sont mises en œuvre et contribueront à des déséquilibres nominaux supplémentaires.

En France, une inflation plus élevée qu'en Allemagne, puis qu'en Espagne, a détérioré la compétitivité, contribuant au déficit de la balance courante. Le renforcement de la compétitivité était en partie la motivation d'une tentative de dévaluation interne par le crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE). L'impact de cette politique est toujours en discussion [Ducoudré *et al.*, 2017].

Enfin, la gestion de ces divergences a entraîné des réponses fiscales et sociales hétérogènes : dévaluation fiscale telle que le CICE affectant le budget français en 2019 ; transferts destinés à réduire les inégalités de revenus et le coût social de l'intégration européenne en Espagne et en Italie. Cela se traduit par une divergence dans la dynamique des dettes publiques.

Conclusion

Vingt ans après la création de l'euro, la zone euro est minée par des performances économiques décevantes qui masquent de profondes divergences économiques. Telle est la principale leçon de cette période : le rôle clé des facteurs extérieurs à la politique monétaire affectant la dynamique nominale (demande globale) et les divergences nominales (dynamique des salaires et déséquilibres courants et financiers) a été longtemps sous-estimé. Aujourd'hui, la politique monétaire reste le principal outil de régulation économique supranational, mais pour autant elle n'a pas vocation à réduire l'hétérogénéité. Le taux d'intérêt nominal est certes unique pour l'ensemble des pays de la zone euro, mais pas le taux d'intérêt réel, ce qui contribue alors à accroître les divergences.

La zone euro a donc besoin d'outils opérationnels pour limiter les déséquilibres, telle une fonction de stabilisation au niveau de la zone euro. La surveillance des divergences économiques, dans le cadre de la procédure de déséquilibre macroéconomique, devrait être recentrée sur les déséquilibres internes ayant d'importantes externalités sur les pays partenaires, et reposer sur les conseils de productivité nationaux — en cours de création — dont la coordination européenne devrait être inscrite dans le Semestre européen [Ragot, 2017]. Enfin, si la BCE s'est révélée pragmatique pendant la crise, son mandat unique ne doit pas entraver une politique pragmatique future en cas de nouvelle crise. Par conséquent, l'adoption d'un triple mandat, intégrant stabilité des prix, de la production et stabilité financière accompagnerait utilement la montée en puissance de l'Union bancaire [Blot *et al.*, 2018].

Repères bibliographiques

- APARISI DE LANNOY L. et RAGOT X., « Une (ré)assurance chômage européenne », *OFCE Policy Brief*, n° 28, novembre 2017.
- BLOT C., HUBERT P. et LABONDANCE F., « Quelles réformes pour la BCE ? », in OFCE, *L'Économie européenne 2018*, La Découverte, « Repères », Paris, 2018.
- CREEL J. et LABONDANCE F., « La Banque centrale européenne et le carcan budgétaire », in OFCE, *L'Économie européenne 2017*, La Découverte, « Repères », Paris, 2017.
- DUCOUDRÉ B., HEYER E., MARTIN BAILLON A. et PLANE M., « Quelle incidence du CICE sur les salaires et l'emploi ? », *Document de travail OFCE*, n° 25, 2017.
- GOPINATH G., KALEMLI-OZCAN S., KARABARBOUNIS L. et VILLEGAS-SANCHEZ C., « Capital allocation and productivity in South Europe », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 132, n° 4, 2017, p. 1915-1967.
- HARTMANN P. et SMETS F., « The first 20 years of the European Central Bank : monetary policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, à paraître.
- KRIPPNER L., « Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments », *Economics Letters*, vol. 118, n° 1, 2013, p. 135-138.
- LE MOIGNE M. et RAGOT X., « France et Allemagne : une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, n° 142, 2015.
- MARTIN P. et PHILIPPON T., « Inspecting the mechanism : leverage and the Great Recession in the Eurozone », *American Economic Review*, vol. 107, n° 7, 2017, p. 1904-1937.
- RAGOT X., « How to further strengthen the European semester », *European Parliament In-Depth Analysis*, n° PE 602.113, 2017.
- WU J. C. et XIA F. D., « Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 48, n° 2-3, 2016, p. 253-291.