

Agnès Bénassy-Quéré et Benoît Cœuré

# ECONOMIE DE L'EURO

NOUVELLE EDITION, février 2010

© Editions La Découverte, Paris

## INTRODUCTION

En janvier 2009, les Européens ont fêté les dix ans de l'euro en pleine tourmente économique et financière. La crise financière mondiale a confirmé le rôle protecteur de l'euro et sa résistance aux forces centrifuges qui le menacent à intervalles réguliers. Cependant, elle a aussi mis en évidence les faiblesses d'une construction européenne hybride, dont l'euro constitue, avec la politique commerciale et la politique de la concurrence, le seul dispositif réellement fédéral. Il a fallu une trentaine d'années pour bâtir et mener à bien ce projet fou d'unification monétaire ; il en faudra probablement autant pour compléter l'euro et pour que les Européens mènent une véritable politique économique.

### Une longue histoire

L'idée d'une monnaie unique remonte à la fin des années soixante [Patat, 2005]\*. Le système de change fixe mis en place à Bretton Woods après la seconde guerre mondiale, organisé autour du dollar, est fragilisé par la guerre du Vietnam, qui creuse le besoin de financement américain, et par le mécontentement croissant vis-à-vis des États-Unis. C'est alors que les chefs d'États et de gouvernements de la Communauté européenne demandent à Pierre Werner, le premier ministre du Luxembourg, de dessiner les contours d'une union économique et monétaire en Europe. Le rapport Werner, remis en 1970, propose une unification monétaire en plusieurs étapes devant s'achever en 1980. Mais le désordre monétaire issu de la dislocation du système de Bretton Woods à partir de 1971, puis du premier choc pétrolier, font voler en éclats la coordination naissante entre les pays membres. Le « serpent monétaire » européen, créé en 1972 pour protéger les taux de change intra-européens de l'instabilité croissante du dollar, s'avère un échec.

La coordination monétaire reprend sérieusement en 1979 sous l'impulsion de Valéry Giscard d'Estaing et Helmut Schmidt avec la création du mécanisme de change du système monétaire européen (SME). Il s'agit d'organiser une zone de stabilité monétaire en Europe en limitant les fluctuations des taux de change entre pays membres. Une unité de compte européenne, l'*European Currency Unit* ou *Ecu*, est créée. C'est l'ancêtre de l'euro. L'Ecu n'est pas une véritable monnaie mais un simple « panier » dont la valeur est mécaniquement plus stable que celle des monnaies qui la composent, la faiblesse de telle ou telle monnaie étant compensée par la

---

\* Les références entre crochets renvoient à la bibliographie en fin d'ouvrage.

force de telle autre. L'Ecu servira d'unité de compte aux banques centrales et aux institutions européennes et aussi à libeller les emprunts de certaines institutions et gouvernements européens. Sa création constitue une rupture pour le système monétaire international : dans toute une région du monde, la stabilité monétaire n'est plus définie par rapport à une référence externe, le dollar, mais par rapport à une référence interne et gérée en commun. Cet exemple singulier fait aujourd'hui rêver les tenants d'une intégration régionale accrue en Asie, en Amérique du Sud et dans le Golfe.

Après des débuts difficiles, le SME vit un « âge d'or » de cinq années (1987-1992) durant lesquelles les monnaies sont stables et le système s'élargit (la peseta le rejoint en 1989, la livre sterling en 1990, l'escudo en 1992). C'est au cours de cette période que la libéralisation complète des mouvements de capitaux à l'intérieur de l'Europe est décidée et mise en œuvre. Les artisans de l'intégration monétaire européenne savent bien qu'une fois les mouvements de capitaux complètement libéralisés, l'unification monétaire deviendra urgente. La raison en est simple : il est impossible de concilier la stabilité des taux de change, la mobilité des capitaux et l'autonomie des politiques monétaires nationales - c'est le fameux « triangle d'incompatibilité » identifié dans les années soixante par Robert Mundell et rappelé par l'économiste italien Tommaso Padoa-Schioppa en 1987. En l'absence de contrôles des changes, tout écart de taux d'intérêt se traduit par des mouvements de capitaux vers le pays où ceux-ci sont les plus élevés ou dont la politique est la plus crédible aux yeux des marchés – en l'occurrence, l'Allemagne. Ce mécanisme impitoyable a joué en Europe en 1992-1993 au profit de l'Allemagne, en 1997-98 au détriment des monnaies des pays émergents, et à nouveau en 2008 au détriment de la Lettonie.

Face à ce triangle, trois solutions : accepter le pilotage économique d'un seul pays, l'Allemagne ; revenir en arrière en restreignant les mouvements de capitaux ; geler définitivement les taux de change. C'est la troisième option, la plus ambitieuse, qui est choisie. Les chefs d'États et de gouvernements demandent à Jacques Delors, le président de la Commission européenne, de proposer une stratégie pour unifier les monnaies européennes. Jacques Delors s'entoure d'experts et de banquiers centraux et remet en 1989 un rapport qui présente des similitudes avec le rapport Werner : nécessité d'une convergence préalable des politiques économiques, unification monétaire par étapes... Le transfert de souveraineté monétaire qui sera finalement consenti rend nécessaire de rédiger un nouveau traité. Ce traité, qui complète le traité de Rome instituant la Communauté européenne, est adopté par les chefs d'États et de gouvernements à Maastricht, aux Pays-Bas, en décembre 1991. Il décrit la nouvelle institution en charge de la monnaie, la Banque centrale européenne (BCE), les étapes du processus d'intégration monétaire et les conditions que devra remplir chaque pays pour rejoindre la monnaie unique, qui à l'époque s'appelle encore l'Ecu. Dans ce qui suit, nous emploierons le terme « Traité » pour désigner ce traité, qui a été modifié à Amsterdam en 1997, à Nice en 2001, puis à Lisbonne en 2008. Quand nous ferons référence aux articles du Traité, ce sera selon la numérotation du traité de Lisbonne sur le fonctionnement de l'Union européenne entré en vigueur en décembre 2009.

La préparation de la monnaie unique s'avère cependant plus agitée que prévu à Maastricht. Au début des années 1990, le doute gagne progressivement sur son avenir. En suscitant des tensions inflationnistes en Allemagne, la réunification allemande a conduit la Bundesbank à relever fortement ses taux d'intérêt. Les autres banques centrales choisissent de s'aligner plutôt que de voir leurs monnaies décrocher du mark. Mais ces politiques, inadaptées à leurs propres conditions économiques, sont sources de chômage et freinent l'investissement. La tentation de quitter le mécanisme de change, et d'hypothéquer la possibilité de participer à la monnaie unique dès sa création, devient grande. Conscients des doutes des gouvernements, les marchés financiers prennent les devants et attaquent le mécanisme de change en vendant les monnaies autres que le mark. La livre sterling et la lire italienne décrochent en septembre 1992. Le franc français est menacé. L'élargissement des marges de fluctuation autorisées dans le mécanisme de change européen, de  $\pm 2,25\%$  à  $\pm 15\%$ , a finalement raison de la spéculation et sauve le SME, et probablement aussi la monnaie unique.

---

### Comment rejoint-on l'euro ?

L'entrée d'un pays dans l'euro est décidée après examen de cinq *critères de convergence* (art. 140.1 du Traité) qui portent sur le niveau du déficit et de la dette des administrations publiques (qui doivent être inférieurs respectivement à 3% et 60% du PIB du pays), l'inflation (qui ne doit pas dépasser de plus de 1,5% la moyenne des trois pays où elle est la plus basse), les taux d'intérêt à long terme, la stabilité du taux de change pendant deux ans, sans dévaluation, au sein du mécanisme de change européen et l'indépendance de la banque centrale. Un pays satisfaisant ces différents critères s'intégrera en principe plus facilement dans l'union monétaire, car ses prix relatifs par rapport aux partenaires sont stables, et ses finances publiques en ordre ne feront pas pression à la hausse sur les taux d'intérêt de la zone. La situation des différents pays au regard des critères fait l'objet de rapports de la Commission européenne et de la BCE. Le Royaume-Uni et le Danemark ont obtenu de choisir le moment où ils adopteront la

monnaie unique. Les autres Etats-membres de l'Union n'ont pas cette possibilité : ils rejoignent en principe l'euro dès lors qu'ils respectent les critères.

Après vérification des critères, l'euro a été adopté par onze États le 1<sup>er</sup> janvier 1999 puis par la Grèce en 2001, la Slovénie en 2007, Chypre et Malte en 2008 et la Slovaquie en 2009. Cette année-là, la zone euro comptait donc seize membres, sur 27 Etats membres de l'Union européenne. Dans ces seize pays, l'euro est devenu la monnaie officielle ; il a remplacé les monnaies nationales pour toutes les transactions économiques. Imprimés par les banques centrales, les billets sont les mêmes partout dans la zone euro, tandis que les pièces, frappées par les gouvernements, comportent une face différente selon les pays. Entre 1999 et 2002, les monnaies nationales ont subsisté comme subdivisions non décimales de l'euro, la politique monétaire étant déjà unifiée et les taux de change irrévocablement fixés.

---

Les gouvernements se consacrent alors entièrement à l'entrée dans la monnaie unique, donc au respect des critères de Maastricht. Pour cela, ils mettent en œuvre des programmes spectaculaires d'ajustement des finances publiques et stabilisent leurs taux de change dans des marges bien plus étroites que les  $\pm 15\%$  désormais autorisées. En décembre 1995 à Madrid, le Conseil européen rebaptise « euro » la future monnaie et précise les étapes de l'unification monétaire. En juin 1997, il adopte un « pacte de stabilité et de croissance » pour encadrer les politiques budgétaires des pays participant à l'euro. En 1998, il crée une nouvelle enceinte réunissant les ministres des

finances des pays participant à l'euro, l'Eurogroupe, et fixe la liste des pays qui participeront à l'euro. Le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les monnaies de la zone euro disparaissent pour devenir des subdivisions de l'euro. La politique monétaire est confiée à une institution communautaire – la BCE. Le 1<sup>er</sup> janvier 2002, les pièces et les billets en euros sont utilisés pour la première fois dans les douze pays participants. La zone euro est née. Elle connaîtra ensuite plusieurs élargissements pour compter seize membres en 2009 (voir l'encadré).

### La zone euro en bref

Les seize États membres au 1<sup>er</sup> janvier 2009 sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, Chypre, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, Malte, les Pays-Bas, le Portugal, la Slovaquie et la Slovénie. Ils forment un ensemble de taille comparable à celle des États-Unis, mais avec une population plus nombreuse et un PIB plus faible (voir tableau 1). Les quatre principaux pays sont l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne. A eux quatre, ils produisent 80% du PIB de la zone.

La zone euro forme un ensemble relativement homogène en termes de niveaux de vie. Le PIB par habitant du pays le plus pauvre, la Slovaquie, est inférieur de 35% à la moyenne de la zone mais d'un quart plus élevé que celui de la Pologne et 80% plus élevé que celui de la Bulgarie, membres de l'Union européenne, et plus de trois fois plus élevé que celui de la Chine.

TABLEAU 1. LA TAILLE DE LA ZONE EURO EN 2008

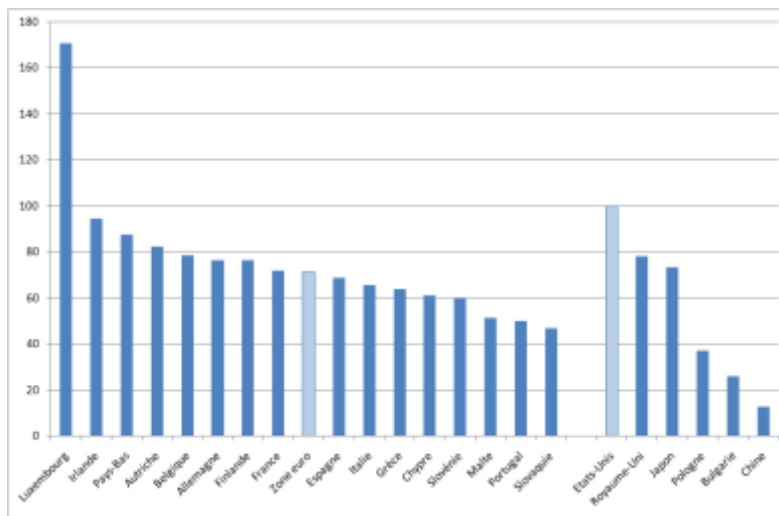
	Zone euro à 16	UE à 27	États- Unis	Japon
Population (en millions)	327,9	498,6	304,4	127,8
PIB (en milliards d'euros)				
- aux taux de change courants	9 269	12 506	9 653	3 330
- aux taux de change de PPA <sup>(a)</sup>	8 922	12 506	11 560	3 549
PIB par habitant (en euros)				
- aux taux de change courants	28 267	25 082	31 711	25 053
- aux taux de change de PPA <sup>(a)</sup>	27 230	25 100	37 960	27 780

(a) Taux de change correspondant à une égalisation internationale des prix.

Source : Banque de France, *Zone euro : principaux indicateurs économiques et financiers*, 30 octobre 2009.

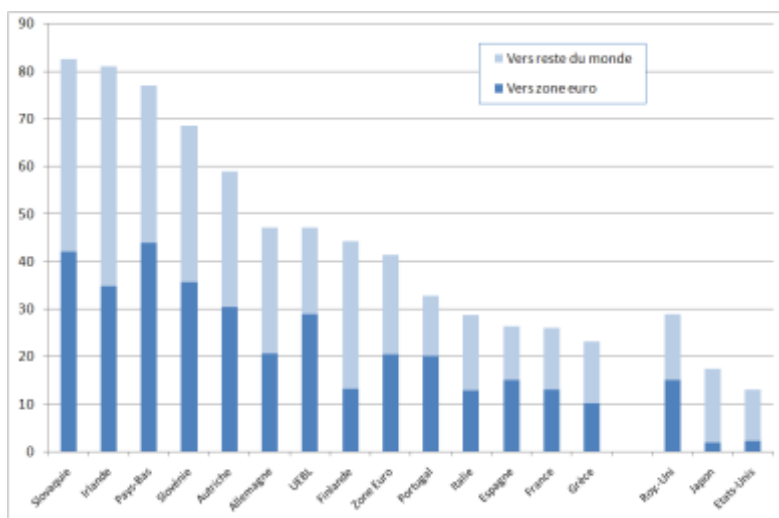
Les pays membres sont en général plus étroitement intégrés avec les autres pays de la zone euro qu'avec le reste du monde (voir graphique 2). Les exportations vers d'autres membres de la zone euro représentent entre 40% du PIB (Belgique et Luxembourg) et 5% du PIB (Grèce). Certains pays, comme l'Irlande, réalisent une proportion modeste de leurs échanges avec la zone euro, mais leur ouverture globale est telle que ces échanges représentent une part importante de leur PIB. A l'inverse, la France réalise la moitié de son commerce au sein de la zone, mais son ouverture est plus faible. L'intégration des marchés au sein de la zone euro contribue à la synchronisation des cycles d'activité et réduit ainsi le risque qu'un pays connaisse un choc véritablement spécifique.

**GRAPHIQUE 1. PIB PAR HABITANT EN PARITE DE POUVOIR D'ACHAT EN 2008**  
(EN % DU NIVEAU DES ÉTATS-UNIS)



Sources : Banque de France, *Zone euro : principaux indicateurs économiques et financiers*, 30 octobre 2009, et base de données CEPIII-CHELEM.

**GRAPHIQUE 2. TAUX D'OUVERTURE DES ÉCONOMIES DE LA ZONE EURO EN 2008 :**  
**EXPORTATIONS DE BIENS ET SERVICES**  
(EN % DU PIB)



Sources : Banque de France, *Zone euro : principaux indicateurs économiques et financiers*, 30 octobre 2009, base de données CEPIII-CHELEM et calculs des auteurs.

## Le coût de la convergence vers l'euro

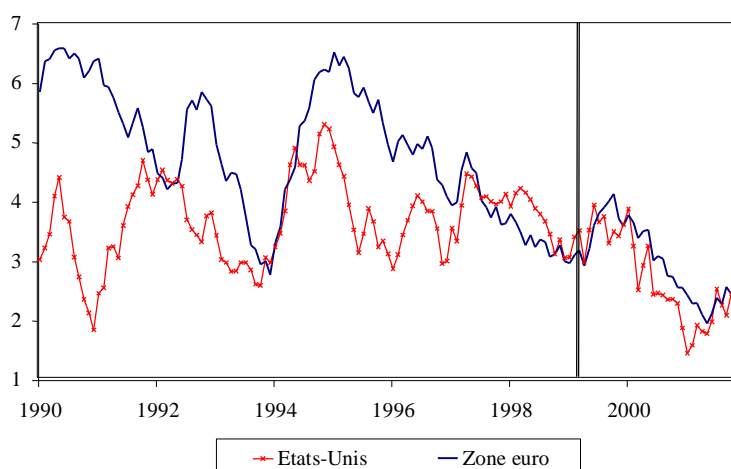
L'introduction de l'euro était prévue par le traité de Maastricht « au plus tard » le 1<sup>er</sup> janvier 1999, après examen des critères à la mi-1998 (une introduction le 1<sup>er</sup> janvier 1997 était possible mais les pays n'étaient pas prêts). Il s'agissait donc de respecter les critères de convergence la dernière année avant l'examen, en 1997. Il fallait ramener le déficit public en deçà de 3% du PIB, maintenir un taux de change stable face aux autres monnaies européennes et principalement face au deutsche mark, et ramener l'inflation à un niveau proche des niveaux les plus bas (le critère de dette a quant à lui été apprécié en tendance : ainsi la dette italienne ou belge était largement supérieure à 100% du PIB, mais elle se réduisait à un rythme jugé suffisamment rapide). La convergence a nécessité la mise en place de politiques économiques restrictives : taux d'intérêt élevés pour contenir l'inflation et éviter une baisse de la monnaie face au mark, modération des dépenses publiques voire hausses d'impôts (comme la hausse de la TVA de deux points en 1995 en France) pour respecter le critère de déficit. Le taux d'intérêt réel (qui mesure l'écart entre le taux d'intérêt et l'inflation) dans la zone euro a été supérieur au taux de croissance et plus élevé qu'aux États-Unis durant toutes les années quatre-vingt dix (graphique 3).

Ces politiques tombaient particulièrement mal. Au cours des années quatre-vingt dix, une série d'événements ont en effet pesé sur la croissance européenne : d'abord, la hausse des taux d'intérêt déclenchée par la réunification allemande, puis la récession de 1993 qui a creusé les déficits publics et donc

accru l'ampleur de l'effort à accomplir (le déficit français a atteint 5,6% du PIB, soit 2,6 point au dessus du critère) ; puis, en 1995, le ralentissement lié au krach obligataire américain. L'Europe aurait eu besoin de politiques de soutien à la croissance pour relancer l'investissement et résorber le chômage ; au contraire, les politiques menées ont aggravé la situation.

Il est difficile d'établir un bilan de la convergence vers l'euro. D'abord parce que les politiques économiques des années quatre-vingt dix s'inscrivaient dans la continuité de stratégies d'assainissement (baisse des déficits, désinflation) engagées beaucoup plus tôt dans les grands pays et qui auraient été nécessaires indépendamment de l'euro. Ainsi, en France, le maintien de taux d'intérêt élevés s'inscrivait dans la continuité de la politique de « désinflation compétitive » lancée en 1983, qui a indiscutablement pesé sur la demande et accru le chômage au cours de cette période [Blanchard et Muet, 1993] mais qui a aussi permis une modération salariale durable et donc des gains de compétitivité face aux autres pays (selon Patrick Artus, le franc était ainsi notablement sous-évalué face au mark lors de la fixation des parités en 1999, permettant à la France d'engranger un gain initial de compétitivité). Ensuite parce que les coûts subis tout au long des années quatre-vingt dix ont été récompensés à partir de 1998 par des taux d'intérêt très bas et par une plus grande résistance aux crises internationales. La décline du chômage en France entre 1997 et 2000 doit en partie à ce nouvel environnement.

GRAPHIQUE 3. TAUX D'INTERET REELS AUX ÉTATS-UNIS ET DANS LA ZONE EURO



Source : OCDE.

## Enfin, pourquoi l'euro ?

Le passage à l'euro a mobilisé des ressources considérables dans les banques, les entreprises et les administrations. Il a fallu modifier les logiciels, assurer une double comptabilité, une double trésorerie, aménager les distributeurs automatiques, informer les clients et les citoyens. Le changement a suscité en 2002 une hausse des prix temporaire mais perceptible par les consommateurs, du fait d'arrondis le plus souvent à la hausse à la faveur des changements d'étiquettes. Enfin et surtout, l'euro a rendu nécessaires dans les années 1990 des politiques de rigueur monétaire et budgétaire coûteuses sur le moment en termes de croissance et d'emploi (encadré). Il est dès lors légitime de s'interroger sur les bénéfices à attendre.

Les pays participant à l'Union monétaire européenne ont parié que les avantages liés à la monnaie unique l'emporteraient sur les inconvénients. Selon la célèbre formule de Robert Mundell [1961], ils ont parié qu'ils constituaient une *zone monétaire optimale*.

Du côté des avantages, on trouve essentiellement deux arguments. Un argument microéconomique : la monnaie unique supprime à la fois les coûts de transactions de change et l'incertitude liée au taux de change ; elle permet donc de réaliser des économies, surtout dans les pays les plus ouverts ; elle encourage les échanges de biens et services et facilite les investissements dans d'autres pays de la zone, améliorant l'allocation des ressources ; elle accroît la transparence des prix, ce qui accentue la concurrence. En bref, la monnaie unique complète le marché unique. Un argument macroéconomique : dans une zone très intégrée comme l'Europe, une coordination des politiques monétaires est de toute façon nécessaire pour éviter les politiques déloyales comme celles consistant à « exporter » son chômage par la dévaluation. Le mécanisme de change européen a pu constituer pour un temps une réponse. Mais la liberté des mouvements de capitaux, qui complète elle aussi le marché unique, a rendu ce mécanisme impraticable de manière durable. L'euro est la réponse coordonnée de l'Europe à la volatilité des capitaux : quelle que soit la pression des marchés, il est désormais impossible à un Etat membre de se désolidariser de la zone, par exemple en dévaluant sa monnaie pour limiter l'effet d'une détérioration de la conjoncture mondiale sur son activité, au détriment de ses partenaires européens.

Face à ces avantages, un inconvénient essentiel : la perte, pour chaque pays, d'un instrument central de la politique économique, la monnaie, qui permettait de faire face à des chocs spécifiques d'origine politique (une alternance politique), sociale (une grève générale), sectorielle (une crise grave dans un secteur clé, par exemple la finance), naturelle (un ouragan). Chaque pays participe aux décisions sur la politique monétaire, ce qui représente un progrès par rapport au mécanisme de change européen ... mais il n'est pas seul et les décisions monétaires ne vont pas forcément dans le sens de ses besoins.

La crise financière de 2007-2008 illustre la force des deux arguments : d'un côté, l'euro a protégé les pays membres de la volatilité des marchés mondiaux et la Banque centrale européenne est intervenue de manière centralisée et efficace pour assurer la liquidité des marchés financiers de la

zone ; de l'autre, un pays comme l'Espagne n'a pas disposé d'instrument autre que budgétaire pour relancer une économie gravement affectée par le retournement du marché immobilier.

Comment pondérer ces différents arguments dans le cas européen ? Plusieurs travaux mettent en évidence empiriquement l'effet positif d'une monnaie unique sur le commerce et sur l'investissement direct, même si l'influence spécifique de la stabilité du taux de change sur le commerce est controversée. Ainsi, Frankel et Rose [2002] ont estimé que la monnaie unique triplerait le commerce entre les pays participants, toutes choses égales par ailleurs ; mais cette évaluation a été très discutée et les travaux ultérieurs ont abouti à des chiffres beaucoup plus faibles (voir le chapitre I). L'essentiel des recherches sur les avantages et inconvénients de la monnaie unique se sont toutefois concentrés sur les coûts. Ils concluent en général que l'union monétaire est relativement peu coûteuse pour un « noyau » de pays dans lequel on range en général l'Allemagne, l'Autriche, la France et le Benelux (voir par exemple Bayoumi et Eichengreen [1994]). Elle est plus coûteuse pour les pays « périphériques » relativement moins bien intégrés à la zone euro (l'Irlande, la Grèce) ou plus spécialisés (la Finlande). Mais ces pays sont souvent les plus ouverts, et donc ce sont eux qui bénéficient le plus de la réduction des coûts de transaction liés au taux de change. Par ailleurs, les coûts de l'union monétaire peuvent diminuer d'eux même avec le temps, l'intégration plus grande entre les pays ayant tendance à uniformiser les cycles d'activité et à rendre la politique monétaire unique de mieux en mieux adaptée non seulement à la zone prise dans son ensemble mais aussi à chacun des pays participant [Frankel et Rose, 1998]. Par ailleurs, l'attrait de l'euro augmente à mesure que la zone s'élargit, la réduction des coûts de transaction qu'elle permet étant d'autant plus importante que la zone est un partenaire important pour les transactions commerciales et financières.

Le but du présent ouvrage est moins de dresser un bilan de l'euro que d'expliquer comment l'euro fonctionne. Nous verrons d'abord (chapitre I) ce que l'euro a changé au fonctionnement des marchés des biens et services, du travail et des produits financiers, et comment il a contribué à la croissance de la zone. Nous verrons ensuite (chapitres II à IV) que derrière l'euro se cache une architecture administrative et politique complexe qui permet à seize pays de gérer une monnaie en commun. Nous rentrerons à l'intérieur de cette institution mystérieuse qu'est la BCE. Nous verrons quel espace reste aux politiques économiques nationales, comment les gouvernements s'organisent pour pouvoir répondre à des évolutions économiques inattendues et comment ils dialoguent avec la BCE. Nous examinerons enfin (chapitre V) la place de l'euro dans le monde et conclurons sur les perspectives d'élargissement de la zone euro. Nous espérons qu'à la fin de ce voyage, le lecteur pourra exercer son jugement et répondre lui-même à la question : qu'est-ce que l'euro nous a apporté ? Que peut-il encore nous apporter ?