

Fondements et défis pour l'euro

Jeudi 20 mars 2014

Alors que l'euro fait toujours l'objet d'intenses débats plus d'une décennie après sa création, le présent flash s'intéresse à ses fondements théoriques et s'interroge sur deux questions d'actualité.

1. La théorie des « zones monétaires optimales » et la création de l'euro

Depuis un demi-siècle et la contribution fondatrice de Robert Mundell (1961) sur les « **zones monétaires optimales** » (ZMO), la littérature économique moderne s'intéresse à la question suivante : quels sont les critères permettant à un groupe de pays d'abandonner leurs devises nationales pour former un nouvel espace doté d'une monnaie unique ? En effet, la monnaie unique apporte plusieurs avantages : suppression du risque de change et des coûts de transaction, élargissement de l'espace des échanges, accélération de l'intégration financière... Parallèlement, la fin de la pluralité des devises implique le renoncement à une politique monétaire autonome et à tout ajustement par le taux de change. Dans son article initial¹, Mundell étudie un modèle à deux régions, A et B, où l'on observe un glissement de la demande de biens produits en B vers ceux produits en A : ce choc, dit « asymétrique »², doit générer du chômage en B compte tenu de l'hypothèse d'absence d'ajustement des prix et des salaires à court terme. Si le taux de change des monnaies des régions A et B ne peut plus varier (car ils partagent la même monnaie), seule une migration des chômeurs de la région B vers la région A permettra d'équilibrer les marchés du travail dans les deux régions. Le critère de **mobilité de la main d'œuvre** occupe donc une **place centrale** dans l'analyse initiale de la théorie des ZMO. Toutefois, prenant acte du caractère limité de la mobilité réelle des personnes physiques (notamment en Europe du fait des barrières linguistiques, culturelles...), la littérature économique a creusé d'autres pistes : **degré d'ouverture de l'économie** pour McKinnon (1963), selon lequel l'intérêt de former une union monétaire croît avec le degré d'ouverture de l'économie ; **diversification des activités** pour Kenen (1969), qui estime que plus une économie est diversifiée, plus elle a intérêt à abandonner sa monnaie ; **fédéralisme budgétaire**, pour Kenen (1969) et Johnson (1969), selon lesquels une intégration budgétaire doit permettre d'atténuer le choc asymétrique décrit ci-dessus, en permettant à la région qui le subit de bénéficier à la fois d'une moindre contribution au budget commun et d'une hausse des transferts en provenance de la région qui connaît une croissance de la demande. Si la création de l'union économique et monétaire (UEM) s'est naturellement appuyée sur les avancées de la réflexion académique, elle a surtout fait l'objet d'un **arbitrage politique** symbolisant la volonté de 11 Etats d'avancer dans la construction européenne. De fait, il est difficile de dire que la zone euro constitue une ZMO au sens des critères de mobilité de la main d'œuvre et d'intégration budgétaire, d'où certaines propositions de réformes (voir ci-dessous). En revanche, l'intégration économique (au sens de l'ouverture des économies entre elles et des investissements directs à l'étranger), qui a progressé régulièrement au cours des années précédant la mise en œuvre de l'UEM, s'est trouvée renforcée par l'euro.

2. Faut-il créer un budget de la zone euro ?

Depuis 1977 et le rapport dit « MacDougall », la question d'une hausse substantielle du budget de l'espace communautaire est régulièrement posée. A l'époque, ce rapport préconisait un **budget fédéral de 7,5 % à 10 % du PIB** communautaire (5 % à 7 % hors dépenses militaires). Aujourd'hui, les dépenses du budget de l'UE représentent 1 % du PIB, contre une moyenne de dépenses publiques d'environ 50 % du PIB à l'échelle des Etats membres. C'est dans ce contexte que le Trésor français a proposé récemment une évolution importante du cadre financier supranational³ : jugeant que « *l'architecture de la zone euro ne permet pas d'assurer une stabilisation macroéconomique et financière optimale* » et que la décentralisation des politiques budgétaires s'accompagne de certains inconvénients (en présence de situations budgétaires

¹ On trouvera une présentation plus détaillée, ainsi qu'une revue de littérature, dans le chapitre « Zone monétaire optimale et union monétaire européenne » de l'ouvrage « *Les systèmes financiers, mutations, crises et régulation* », 4^e édition, 2013.

² Dans la littérature, un choc « asymétrique » est spécifique à certaines régions (exemple : crise économique dans un Etat), alors qu'un choc « symétrique » touche l'ensemble des régions (par ex. un ralentissement de l'économie mondiale).

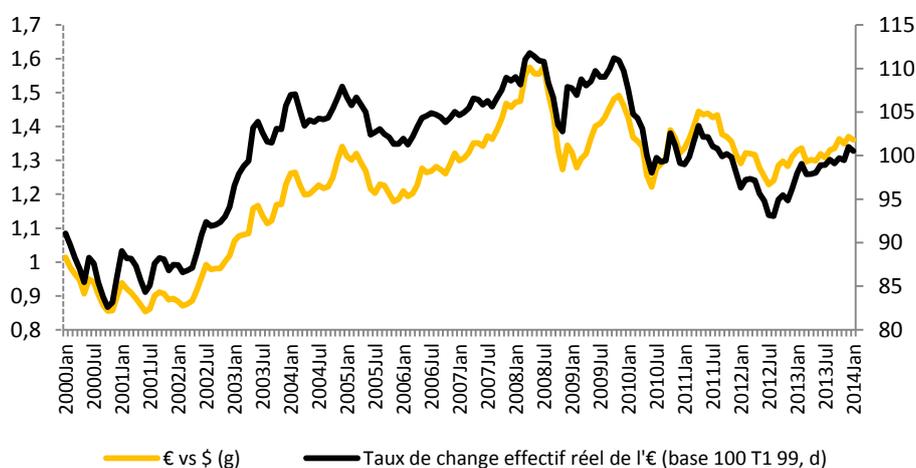
³ Voir « *Un budget pour la zone euro* », Trésor-éco n° 120, Octobre 2013.

nationales hétérogènes, il est difficile de tirer parti d'une situation agrégée globalement saine par rapport aux autres grands pays), il est proposé de constituer un **budget fédéral de l'ordre de 2 % du PIB** de la zone euro auquel seraient transférées les composantes les plus sensibles à la conjoncture soit, en dépenses, **l'indemnisation du chômage** et, en recettes, **l'impôt sur les sociétés**. Il pourrait être complété par d'autres dépenses (infrastructures, investissements d'avenir) pour atteindre une masse critique et permettre, en période de dégradation de l'activité économique, des mesures de **stimulus budgétaire** venant compléter l'action de la Banque centrale européenne (BCE). Au-delà de l'évidente problématique politique d'une telle avancée, deux autres difficultés sont mises en évidence : d'une part, la nécessité de se doter de **règles crédibles de gouvernance** pour encadrer le nouvel endettement central et, d'autre part, la création de **transferts permanents** vers certains Etats, qui pourraient renforcer l'aléa de moralité.

3. Le paradoxe de l'euro élevé

Depuis un an et demi, **l'euro s'est apprécié de plus de 10 % par rapport au dollar US**. Cette situation peut apparaître paradoxale, dans la mesure où l'écart de conjoncture entre les deux économies s'est creusé au détriment de la zone euro. En effet, le taux de change réel doit théoriquement varier dans le même sens que l'écart de production. Toutefois, selon une note récente du Conseil d'analyse économique⁴, ceci ne s'est pas vérifié au niveau de la zone euro, contrairement aux Etats-Unis. Pour les auteurs, **l'appréciation de la monnaie unique** serait imputable à une politique monétaire plus restrictive en zone euro à compter de l'automne 2012 : ainsi, alors que la Fed poursuivait son injection de liquidités dans les marchés de dette publique et privée par achats d'actifs (« *Quantitative easing* »), la BCE voyait son bilan se contracter du fait d'un remboursement anticipé par les banques européennes les plus solides des prêts obtenus dans le cadre des VLTRO (« *Very long term refinancing operations* »), signalant une utilisation seulement partielle de la liquidité offerte. Estimant que **l'euro n'est pas surévalué par rapport à sa moyenne de longue période**, la note indique qu'une baisse de la monnaie unique, souhaitable à court terme (de l'ordre de 10 %), « *ne peut être la réponse unique* » au déficit de compétitivité français, rappelant que les exportations de la France hors zone euro ne représentent que 11 % du PIB français, contre 20 % du PIB pour la zone euro⁵.

Deux indicateurs d'évolution de l'euro depuis 2000 (source: BCE)



TCER : taux de change moyen par rapport aux 20 premiers partenaires de la zone corrigé par les prix à la consommation.

L'introduction de l'euro constitue sans aucun doute l'une des plus importantes réformes accomplies par les pays européens. S'il est clair que la zone euro ne remplit pas l'ensemble des critères d'optimalité requis par la littérature, force est de constater que la monnaie unique a gagné en crédibilité depuis sa naissance. Pour assurer sa pérennité, cette réussite « externe » devra nécessairement être complétée par de meilleures performances « internes », reposant à la fois sur le rééquilibrage de la croissance intra-zone euro et, éventuellement, une plus grande mutualisation des moyens si l'aléa moral peut être durablement réduit.

⁴ « L'euro dans la « guerre des monnaies » », note n° 11 du CAE, janvier 2014.

⁵ Il est utile de rappeler que le Dollar US ne représente que 17 % du poids dans le taux de change effectif de l'euro par rapport aux 20 premiers partenaires commerciaux de la zone, derrière le Renminbi chinois (19 %) et devant la Livre sterling (15 %).