Cinq ans après la création de l'Euro, deux ans après sa mise en circulation fiduciaire, la monnaie unique européenne s'est imposée avec une relative facilité.

Si elle est trop jeune pour rivaliser encore véritablement avec le dollar, elle devient chaque jour davantage un instrument de réserve et de règlement dans les échanges internationaux.

Alors que beaucoup s'interrogent sur ce que représente l'Euro, cette Note rappelle les avantages sans omettre de prendre position sur toutes les questions qu'il suscite.

Une nécessaire mise au point dans un concert d'idées reçues ; un vrai condensé de faits, de chiffres et d'arguments à connaître.

FONDATION ROBERT SCHUMAN
L'EUROPE EN ACTIONS

10 €
ISBN : EN COURS
Janvier 2004

NOTES DE LA FONDATION ROBERT SCHUMAN ■ L'EURO AUJOURD'HUI

NOTES DE LA FONDATION ROBERT SCHUMAN

L'EURO AUJOURD'HUI

François Dutaux-Lombard

FONDATION ROBERT SCHUMAN
L'EUROPE EN ACTIONS
www.robert-schuman.org

L'EURO AUJOURD'HUI

FRANÇOIS DUTAUX-LOMBARD

sommaire

Introduction 4

1. La naissance de l'euro 6

2. Bilan sommaire 16

2.1 L'oubli des monnaies nationales 16

2.2 La lente émergence d'une monnaie internationale 17

2.3 Une monnaie unique 22

2.4 Un abri contre les crises 23

2.5 L'euro et le dollar 24

3. La politique économique dans la zone euro : réformes et résultats 32

3.1 Réflexion autour de quelques prévisions 32

3.2 Reprise économique 34

3.3 Inflation : la BCE remplit son mandat 35

3.4 Une réduction lente des déficits publics 36

4. Questions sur l'Avenir : l'euro et la croissance potentielle en Europe 40

5. L'euro, un succès auprès des citoyens 44

Annexes 54

Introduction

Après cinq années d'existence, l'euro est devenu la deuxième devise la plus importante du monde. Ce résultat flatteur s'explique à l'évidence par l'importance de l'économie de la zone euro, qui représente environ 16 % du PIB mondial, quelque peu inférieure à celle des États-Unis (21 %), mais nettement plus importante que celle du Japon (8 %).

Ce succès s'explique aussi par la force relative de la nouvelle monnaie qui, par rapport aux monnaies nationales précédentes, a créé une situation de stabilité accrue et a atténué l'ampleur des chocs auxquels a été confrontée l'économie globale, et celle de la zone euro en particulier. Pour leur part, les marchés financiers de la zone euro ont été les premiers à adopter la monnaie unique en procédant à la cotation de toutes les valeurs en euros.

Au niveau mondial, l'euro a également gagné une part de marché dans le commerce intérieur et extérieur de biens et de services. Toutefois, en ce qui concerne les marchés financiers, la situation est pratiquement la même qu'avant 1999, même s'il faut constater la réussite évidente des marchés internationaux d'obligations en euros, dont la demande provient principalement de la zone euro.

Mais en ce qui concerne le rôle international de l'euro, il convient d'avoir clairement à l'esprit qu'il s'agit, *in fine*, d'une question de choix à long terme de la part des agents économiques et étatiques. L'euro se trouve encore dans une phase initiale de ce processus, opérant prioritairement sur une base régionale dans les États limitrophes, principalement les pays candidats à l'adhésion, d'autres pays voisins, ainsi que les anciennes colonies, notamment en Afrique francophone, au travers du lien euro-franc CFA.

Il est clair, néanmoins, que l'appréciation de l'euro à des niveaux historiques à la fin du deuxième semestre 2003 et au début de l'année 2004 démontre, outre la faiblesse relative du dollar, une forme de confiance des marchés dans les fondamentaux de l'économie de la zone.

Malgré une quasi-absence de croissance en Europe et en dépit de la polémique ouverte, en décembre 2003, entre le Conseil des ministres de l'Economie et des finances et la Commission sur le Pacte de stabilité et de croissance, l'euro a démontré sa capacité à créer les conditions pour tenir le rôle d'une monnaie internationale de règlement et de réserve.

Une telle performance n'était pas écrite à l'avance, loin s'en faut. Elle démontre, avant toute chose, la confiance des opérateurs dans les capacités de rebond de l'économie européenne et, malgré les critiques, dans le sérieux de sa politique économique.

1 La naissance de l'euro

Comment est née *ex nihilo* cette monnaie unique, commune à douze Etats, et qui concerne directement 300 millions d'habitants ?

C'est une véritable révolution, car il s'agit de l'apparition et de la mise en place d'une monnaie, préalablement à toute union politique véritable entre les Etats qu'elle concerne, à la différence notable de ce qui s'était passé outre-Atlantique lorsque le Congrès décida, le 22 juin 1775, d'adopter le dollar comme unité monétaire des Etats d'Amérique.

Il est difficile de préciser la date exacte de la naissance de l'euro en raison des conditions particulières qui ont présidé à sa conception et des grandes dates qui ont marqué sa lente gestation.

La première, très indirecte mais néanmoins réelle, est, sans conteste, le traité de Rome du 25 mars 1957 qui a institué le Marché commun et créé la Communauté économique européenne (CEE). L'objectif, très ambitieux à l'époque en raison des nombreuses réglementations nationales contraignantes existant alors, consistait, en abrogeant progressivement ces diverses contraintes, à introduire un système de libre circulation dans les Etats européens concernés, des personnes, des biens, des services et des capitaux qui rendrait un jour possible la création d'une monnaie européenne.

La suite est plus connue et relève plus spécifiquement des prolégomènes d'une authentique politique monétaire pour le Marché commun, puis pour la CEE et enfin pour l'Union européenne.

Le 27 octobre 1970, le Premier ministre luxembourgeois publiait le fameux "plan Werner", du nom de son auteur, relatif à l'Union économique et monétaire, en vue de créer une "monnaie commune aux Etats membres de la CEE". Monnaie commune, certes, et non encore monnaie unique, mais qui constituait pour l'Europe une première référence officielle à un objectif spécifiquement monétaire.

Le 5 décembre 1978, autant pour faire face à l'instabilité des changes que pour approfondir la construction européenne, le Président français Valéry Giscard d'Estaing et le Chancelier allemand Helmut Schmidt créaient le Système Monétaire Européen (SME), ainsi qu'une nouvelle monnaie composite, l'Unité de compte européenne (UCE). C'était la première fois que l'on voyait surgir *ex nihilo* une monnaie de ce type, qui allait être modifiée quelques années plus tard par son principale utilisateur, la CEE, pour devenir l'"European Currency Unit", que nous avons rapidement baptisé écu, à l'image de l'ancienne monnaie longtemps utilisée dans la

1

La naissance de l'euro

France de l'ancien régime, mais qui figurait dans certaines versions de textes officiels sous la forme d'E.C.U.

A partir de cette date, l'ECU fut la monnaie cotée chaque jour et utilisée par la Commission européenne, alors que son pendant, l'écu dit "privé", directement coté sur les marchés des changes et pouvant de ce fait connaître quelques variations par rapport à l'écu officiel, était largement utilisé par la Banque Européenne d'Investissement et, de manière courante, par les investisseurs sur les marchés obligataires mondiaux.

Un élément capital pour la future monnaie fut la signature, le 7 février 1992, puis la ratification du traité de Maastricht, œuvre commune des chefs d'Etat et de Gouvernement européens – notamment François Mitterrand et Helmut Kohl –, de la Commission Delors, et des gouverneurs des quinze banques centrales européennes regroupés au sein du Comité des gouverneurs.

D'une part, celui-ci fixait quatre critères très précis à respecter par les Etats souhaitant adopter la monnaie unique, alors définie comme l'ECU, dont la création devenait de ce fait un objectif prioritaire assigné aux Etats membres de l'Union européenne. Il fixait, d'autre part, les principes et les règles de fonctionnement d'un nouveau système à créer entre les banques centrales des Etats adoptant la nouvelle monnaie, le SEBC, ou Système européen de banques centrales. Enfin, le traité comportait une annexe précisant les statuts de la nouvelle Banque centrale européenne, la BCE, qui, avant d'être créée, fut précédée par un organisme transitoire chargé de multiples tâches de préparation, l'Institut monétaire européen (IME).

Puis, en juin 1995, le sommet européen de Cannes, sous la présidence française, le premier du mandat présidentiel de Jacques Chirac, eut pour principal objet de poser un certain nombre de questions précises relatives aux délais et aux conditions dans lesquels la nouvelle monnaie allait pouvoir être introduite, en confirmant que cette introduction devrait intervenir au plus tard le 1er janvier 1999, avec possibilité toutefois d'anticiper cette date, ce qui n'a pu être le cas.

Le sommet de Madrid, fin décembre 1995, apporta les réponses attendues en fixant les dates et les scénari. Il n'y aurait pas de "big bang", un moment envisagé, mais impossible à réaliser en raison de la multiplicité et de la complexité des problèmes à résoudre, tant d'ordre psychologique que technique. Confirmant là encore les dispositions prévues par le traité de Maastricht, une distinction fondamentale, purement technique et de ce fait difficile à comprendre par le grand public, était retenue pour ce qui concernait les dates et les conditions d'introduction des deux éléments spécifiques de la nouvelle monnaie, dont le nom d'ECU devint d'ailleurs l'euro, à la demande pressante de l'Allemagne.

L'euro scriptural serait introduit sur tous les marchés le 1er janvier 1999, puis le fiduciaire le 1er janvier 2002, avec, entre-temps, une "période transitoire" de trois ans, destinée à la préparation d'un ensemble de mesures d'autant plus nécessaires qu'il convenait de prévoir successivement les conditions d'une double circulation monétaire, puis du retrait des anciennes

1

La naissance de l'euro

monnaies nationales. Telles sont, brièvement résumées, les principales étapes de la gestation de l'euro entre les quinze membres actuels de l'Union européenne et les douze de l'"Euroland". Néanmoins, nombre de problèmes restaient à régler pour mener à son terme un projet d'une telle ampleur. Citons les principaux qui constituaient autant de défis majeurs : fabriquer et distribuer les milliards de billets et de pièces qui allaient, dans les douze Etats, remplacer les monnaies nationales ; créer et mettre au point de nouveaux circuits et procédures entre la BCE, les banques centrales nationales et les instances bancaires et boursières, tout comme avec le monde des entreprises ; et surtout, préparer psychologiquement et matériellement les populations à la disparition de leurs monnaies.

Ces défis furent surmontés entre 1996 et le 1er janvier 2002, période relativement courte lorsque l'on songe à l'ampleur des problèmes pendants. Parmi eux, certains touchaient directement à la politique économique et financière des Etats ; d'autres, plus techniques, à la mise en place de tout un ensemble complexe - le Système monétaire européen - ou encore à la préparation séquentielle minutieuse des conditions d'introduction progressive de l'euro, avec notamment les modifications législatives et réglementaires nécessaires tout au long de la période transitoire.

Pour ce qui est de la politique économique et financière, deux innovations extrêmement importantes furent apportées, qui eurent pour objet d'établir puis de pérenniser une coordination accrue et permanente des politiques économiques et budgétaires des Etats membres de l'Union européenne.

A cette fin, le traité de Maastricht fixa quatre critères précis auxquels devaient impérativement répondre les Etats désireux d'adopter la monnaie unique. Deux d'entre eux l'héritage de l'histoire économique allemande et du poids de la Bundesbank en Europe, visaient à combattre l'inflation et concernaient la stabilité monétaire, c'est-à-dire les taux d'inflation et les prix. Ils semblaient, à l'époque, les plus difficiles à respecter. Les deux autres visaient à réduire l'endettement et le déficit budgétaire des Etats en fixant, comme limites maximales, 60 % du PIB pour le premier et 3 % de ce même PIB pour le second. Si ces derniers paraissaient, à l'époque de leur édiction, ne pas poser de problèmes, il en alla bien différemment, à la mi-1998, lors de "l'examen de passage", non pas des pays méditerranéens, qualifiés imprudemment par certaines voix de "pays du Club Med", mais des deux "locomotives" européennes qu'étaient la France et l'Allemagne. Finalement, onze pays désireux d'adopter la monnaie unique étaient déclarés aptes, l'admission de la Grèce étant reportée au 1er janvier 2002 et prononcée à cette date, après qu'Athènes ait accompli d'énormes progrès dans ses performances macro économiques. Afin de pérenniser ces règles de bonne gestion, il fut décidé, non sans quelques difficultés, de mettre au point un mécanisme communautaire de gestion cohérente et prudente des politiques économiques et budgétaires, et ce sous la pression de la Bundesbank et de son Président, Hans Tietmeyer. Ce fut l'objet du Pacte de stabilité et de croissance, entériné par le traité d'Amsterdam.

Chacun des quinze Etats de l'Union européenne - ces dispositions s'appliquent donc également aux trois membres qui n'ont pas adopté

1

La naissance de l'euro

l'euro, mais avec quelques procédures différentes - est tenu de préparer, chaque année, à l'intention de la Commission européenne, du Parlement et des chefs d'Etat et de gouvernement, des prévisions détaillées de ses perspectives économiques et budgétaires conformes aux critères de Maastricht. Si ceux-ci ne sont pas respectés, diverses mesures sont prévues, allant de la simple mise en garde à des sanctions financières à l'encontre des contrevenants.

Parallèlement, sur le plan technique, un système monétaire véritablement fédéral - c'est d'ailleurs le seul organisme fédéral européen existant à ce jour - a été établi après avoir nécessité, dans chacun des douze Etats, une modification législative de taille pour donner aux banques centrales nationales leur totale indépendance vis-à-vis des autorités monétaires et des directions du Trésor. Ceux que l'on appelle parfois les Douze sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. En revanche, trois pays - le Danemark, la Grande-Bretagne et la Suède - qui respectaient les critères, s'y sont refusés pour des raisons politiques. Mais il est aussi permis de penser que cette position est provisoire et qu'elle pourra évoluer assez naturellement devant le succès de l'euro et en fonction d'un travail de communication à destination des opinions publiques concernées.

Au sein de ces douze Etats, comme entre eux, il a fallu établir de nouvelles procédures techniques et des liaisons informatiques complexes, dont l'ensemble constitue le Système européen de banques centrales, le SEBC. Celui-ci relie les banques centrales nationales entre elles, comme avec le siège de la Banque centrale européenne à Francfort.

Au delà du SEBC, ces mêmes gouvernements sont également tenus de renforcer leurs efforts visant à coordonner et harmoniser davantage l'ensemble de leurs politiques économiques et budgétaires. Une bonne gestion de l'euro devrait donc conduire, en logique, à une harmonisation dans bien d'autres domaines, notamment la fiscalité, où les oppositions sur la nature du processus de décision dans l'Union sont encore très fortes, notamment entre la France et le Royaume-Uni.

Enfin, *last but not least*, car ce dernier point est d'une importance suffisante pour mériter à lui seul bien des développements, tout porte à croire que l'élargissement de l'Europe va plus que jamais constituer un élément de référence important pour l'euro. En effet, si l'élargissement est statutairement une affaire des quinze Etats de l'Union européenne, les Douze sont évidemment très directement concernés par les implications monétaires de celui-ci.

Pour les observateurs étrangers, les investisseurs et les gestionnaires de fonds de pension anglo-saxons, l'Europe offrait ces dernières années une visibilité à moyen terme et donnait assurément confiance en s'attachant à la réalisation d'un projet ambitieux mais crédible, qui consistait à se doter d'une monnaie unique, au service d'une Union élargie, mais aussi approfondie en terme de gouvernabilité.

Aujourd'hui ce résultat est atteint. Mais, pour ce qui est de l'avenir, l'Europe d'après l'échec

1

La naissance de l'euro

du sommet de Bruxelles en décembre 2003 et le désaccord des Etats sur l'architecture des nouveaux pouvoirs, peut apparaître en panne de projet novateur.

Une telle situation aurait pu limiter d'autant les perspectives à moyen et long termes des marchés, et risquer par conséquent de peser sur l'euro. A l'évidence, l'évolution du taux de change dollar/euro, au deuxième semestre 2003 et au début du premier trimestre 2004, a démontré la confiance des opérateurs dans une monnaie européenne dont la valeur est bien sûr la résultante d'une situation donnée aux Etats-Unis, mais aussi la conséquence d'une évaluation positive des fondamentaux et des potentialités de l'économie de la zone.

Néanmoins, tant d'un point de vue politique qu'économique, il serait souhaitable que les reformes politiques et de structures interviennent en Europe avant que l'élargissement n'impose aux quinze un rythme décisionnel et de réforme moins rapide ou, a contrario, des coopérations renforcées systématisées entre quelques-uns.

2 Bilan sommaire

Il est déjà possible d'établir un premier bilan de notre nouvelle monnaie. A l'évidence, celui-ci est éminemment positif, notamment au regard du facteur de stabilité induit par l'euro dans les grande crises récentes des marchés boursiers et du contexte géopolitique du 11 septembre et de ses prolongements. Plusieurs points positifs au moins peuvent être relevés.

2.1 L'oubli des monnaies nationales

L'euro a su rapidement faire oublier ses prédécesseurs sur les marchés des changes, et en particulier le mark. La Deutsch Bank rappelle d'ailleurs "qu'avant 1999, la grande crainte des banques était que l'arrivée de la devise européenne ne précipite la baisse des volumes des marchés des changes". Mais ces craintes se sont révélées sans fondement : les échanges sont aujourd'hui quasiment supérieurs aux volumes de l'époque. Lors de la dernière étude triennale de la BRI, d'avril 2001, la parité euro-dollar représentait 30% des échanges sur les marchés des changes, soit une somme supérieure aux parts de marché qu'occupaient autrefois les parités dollar-mark (20%) et dollar-franc (4%). Cette tendance s'est encore renforcée depuis.

2.2 La lente émergence d'une monnaie internationale

L'euro est devenu, depuis le 1er janvier 1999, la deuxième monnaie internationale et fait l'objet de transactions quotidiennes sur l'ensemble des marchés mondiaux qui le classe après le dollar, mais avant le yen, comme monnaie de transaction internationale.

Il s'est naturellement imposé comme le successeur des monnaies européennes les plus fortes. Car, comme le souligne Jean-Claude Trichet, "le taux de change comme le taux d'intérêt de la nouvelle monnaie se sont établis à un niveau correspondant non pas à la moyenne de ceux de l'ensemble des monnaies constituant l'euro, mais bien à ceux des deux monnaies les plus fortes", le deutschmark et le franc. Cette situation répondait aux vœux maintes fois exprimés par la Bundesbank, pour qui l'euro devait être "aussi fort que le mark" ("Wie stark als die mark"). De fait, sur le marché des changes, la position de l'euro est "similaire à celle qu'occupait le deutschmark dans le passé. Environ un cinquième de l'ensemble des transactions au comptant en 2001 impliquent l'euro, ce qui correspond à la part du deutschmark en 1998", relève la BCE dans son rapport de décembre 2002.

Fort de l'héritage de monnaies internationales, l'euro a permis d'entamer le processus d'unification des marchés financiers. "Avant l'intro-

2

Bilan sommaire

duction de l'euro, les réglementations et les dispositifs prudentiels (…) avaient abouti à une préférence nationale très marquée dans l'allocation des portefeuilles, relève l'OCDE en juillet 2002. La monnaie unique a mis fin à ces restrictions et elle a permis aux investisseurs de se diversifier davantage en investissant dans l'ensemble de la zone euro. Aujourd'hui, beaucoup de gros investisseurs ne se situent plus dans une perspective nationale, mais raisonnent à l'échelle de la zone euro pour répartir leurs actifs. Cela a non seulement élargi la base d'investisseurs, mais aussi réduit le nombre des investisseurs captifs qui, auparavant, acquéraient des titres émis sur le marché national faute d'autres placements." Néanmoins, en éliminant le risque de change entre les pays membres, la monnaie unique a également supprimé le potentiel de diversification dont disposaient les investisseurs européens, ce qui a conduit ces derniers à placer une partie de leurs capitaux en dehors de l'Europe pour diversifier leurs portefeuilles. Ce phénomène a expliqué, en partie, la baisse initiale de l'euro, mais aussi la plus grande dépendance des marchés européens à l'égard du marché américain. D'autant plus qu'à PIB comparable entre l'Europe et les Etats-Unis, la capitalisation boursière des entreprises européennes est égale à 40% seulement de celle des américaines.

L'euro ne fait pas jeu égal avec le dollar sur l'ensemble des marchés de la dette. Selon la BCE, la part de la devise européenne sur l'ensemble des titres de dette (domestiques et internationales, gouvernementales et privées) était de 24 % au premier trimestre 2002, derrière le dollar à 46% et devant le yen à 19 %. En revanche, 51 % des obligations internationales émises en 2003 ont été libellées en euros, contre 37 % en dollars. L'euro représenterait 39 % du marché des titres de dette émis par des non-résidents ou des émetteurs domestiques à destination des marchés internationaux, contre 45 % pour le dollar et 6 % pour le yen au deuxième trimestre 2002. Pour les émissions de titres de dette émis par des non-résidents, la part de l'euro était de 29 % à la même période, contre 24 % et 13 % respectivement pour le dollar et le yen.

L'euro a favorisé l'unification des investissements sur les marchés d'actions et une concentration des bourses européennes, même si le paysage boursier en Europe est encore demeuré très fragmenté. Aujourd'hui, seul Euronext est parvenu à relever le défi de la fusion, en réunissant les bourses de Paris, Bruxelles, Amsterdam et Lisbonne et en rachetant le marché londonien des dérivés. Mais le train de la réforme, entamé dans le cadre du vaste plan d'action des services financiers avec pour objectif 2005, est encore en cours, avec la nouvelle directive sur les services d'investissement.

Au delà, reste pendant le chantier de l'harmonisation du cadre fiscal et du régime juridique des titres. L'actionnaire européen doit savoir quels sont ses droits sur le capital et les revenus financiers et, en particulier, les conditions d'éligibilité au versement des dividendes. Alors, seulement, l'Europe continentale pourra être considérée par ses résidents comme un marché domestique.

Sans doute l'euro n'est-il pas encore devenu une monnaie de facturation comparable au dollar, tant s'en faut, bien qu'il ait déjà connu en cette matière un succès, certes limité, mais qui

2

Bilan sommaire

concerne un secteur sensible : le pétrole irakien avant la chute de Saddam Hussein.

Bagdad avait décidé, en effet, de libeller les exportations auxquelles il avait droit en euros, et non plus en dollars, pour des raisons politiques compréhensibles. Mais cette anecdote ne saurait naturellement faire l'objet d'une généralisation. La monnaie unique européenne ne s'est pas imposée comme alternative au dollar en tant que devise de réserve. Les études de la B.R.I. (Banque des Règlements Internationaux) démontrent que la part du dollar dans l'encours des réserves de change mondiales n'a quasiment pas varié. En 2002, elle était de 73,1 % contre 71,5 % en 1997, avant la création de l'euro, même si l'on constate que plus l'on se rapproche de la zone euro, plus les banques centrales des pays concernés ont tendance à détenir des réserves dans notre devise.

Mais, c'est sur le point précis du commerce mondial que l'euro doit encore le plus progresser pour pouvoir rivaliser avec le dollar. Pour Patrick Artus, "l'euro ne représente que 13 % des échanges commerciaux dans le monde. Le Brésil, par exemple, réalise près de 30 % de ses exportations vers l'Europe et 20 % vers les Etats-Unis, mais ne commerce qu'en dollars. Le gouverneur de la Banque centrale de Chine a 97 % de son commerce qui est fait en dollars et sa monnaie est arrimée au dollar. Quelle est sa motivation à avoir davantage que ses 10 % actuels de réserves de changes en euro ? Lorsque Airbus Toulouse vend à Airbus Industries, la transaction est en dollars…". Pour remédier à cette situation, l'un des moyens serait, par exemple, de développer des marchés financiers de matières premières en euros, comme l'exemple irakien précédemment cité en a démontré la faisabilité. Mais, pour l'heure, aucune volonté crédible n'a véritablement émergé, en Europe comme au sein des pays producteurs.

Néanmoins, "cette tendance monopolistique du dollar n'est pas inéluctable, estime Pascal Blanque, directeur des études économiques du Crédit Agricole. Le rééquilibrage entre le billet vert et la monnaie unique s'opérera tôt ou tard, car aucun acteur mondial ne peut prendre le risque de rester surinvesti dans une seule devise et l'euro, quoi qu'on en dise, est la seule alternative possible au dollar aujourd'hui".

Source : rapport annuel du FMI 2003

PART DES DEVISES DANS LES RÉSERVES DE CHANGE

en %	1999	2000	2001	2002
Dollar US	67,9	67,6	67,7	64,8
Yen	5,5	5,2	4,9	4,5
Livre sterling	4	3,8	4	4,4
Franc suisse	0,7	0,7	0,6	0,7
Euro	12,6	13	13,2	14,6

En septembre 2003, le FMI avait d'ailleurs fait part de sa préoccupation devant la domination écrasante du dollar dans les réserves de change des banques centrales asiatiques. Celles-ci possèdent 61% des réserves de changes mondiales (contre 37% en 1990 !). Pour le FMI, si ces banques centrales sont amenées à vendre la devise américaine, leur poids est tel qu'elles pourraient provoquer son effondrement. D'où l'appel du Fonds à rééquilibrer leurs réserves, avec d'autres monnaies de réserve, en l'occurrence l'euro.

2

Bilan sommaire

2.3 Une monnaie unique

Un des acquis de la monnaie unique, et non des moindres, tient à ce que l'euro est désormais, depuis le 1er janvier 2002, la monnaie unique de douze Etats dont la population dépasse celle des Etats-Unis. Toute variation du franc vis-à-vis du dollar et du mark conduisait à des opérations de plus en plus sophistiquées, coûteuses et stressantes pour les opérateurs, alors que, par ailleurs, les autorités monétaires et les responsables politiques ne cessaient de s'interroger sur l'avantage ou l'inconvénient de mener une politique de "franc fort". Ces problèmes, synonymes de coûts pour un grand nombre d'opérateurs, sont oubliés aujourd'hui.

L'ouverture de ce nouveau marché de plus de 200 millions d'habitants, au sein duquel les prix vont désormais pouvoir être comparés et standardisés, représente un énorme atout. Il devrait permettre, dans les années à venir, un développement régulier des échanges intracommunautaires, comme une meilleure connaissance des hommes, des habitudes plus nombreuses de travail en commun et, pour ce qui est des entreprises financières et commerciales, davantage de rapprochements et de fusions.

La comparaison des prix d'un pays à l'autre est désormais possible et susceptible d'entraîner des modifications durables dans les relations existant traditionnellement entre les entreprises, leurs fournisseurs, leurs sous-traitants et leurs clients. Cet élargissement de la concurrence devrait mettre à mal un certain nombre de pôles encore protégés. Il contribuera aussi, pour des raisons commerciales et de promotion accrue des produits et des services, à l'amélioration de la qualité et des conditions de fabrication et à l'accroissement de la productivité susceptible d'en résulter. A cet égard, l'euro s'inscrit parfaitement dans le cadre plus général de la mondialisation et constitue un facteur d'accélération de la nécessaire adaptation des entreprises européennes à ce processus de modernisation des échanges.

2.4 Un abri contre les crises

L'euro met également l'Europe à l'abri des crises, ou tout au moins de certaines crises. La très profonde modification que l'euro a apportée à chacune des balances extérieures des douze Etats l'ayant adopté, et à la balance globale européenne elle-même, contribue à cette protection, comme aux changements intervenus dans le comportement des différents acteurs. Dans le cas français, 60 % des échanges commerciaux sont intra-communautaires. Sur les 40 % restant, 15 % seulement sont représentés par les échanges industriels avec des pays tiers. En clair, 15 % seulement des exportations industrielles françaises sont affectées positivement ou négativement par l'effet-prix dû au change.

L'existence d'une seule devise pour la zone euro face au dollar a également permis d'amortir les chocs et les crises et de lisser les turbulences nationales. La meilleure preuve étant le manque de réactivité de l'euro à l'annonce d'un déficit public en France de 4 % du PIB en 2003, qui aurait autrefois déclenché immédiatement des

2

Bilan sommaire

attaques spéculatives sur le franc. Au vu de l'histoire économique du dernier quart de siècle, on peut imaginer aussi ce qui se serait passé sans l'euro au lendemain du 11 septembre, ou lors du dégonflement de la bulle Internet…

2.5 L'euro et le dollar

Après son lancement en 1999, l'euro a perdu plus de 20 % par rapport à la devise américaine et a intégralement récupéré cette perte à la fin décembre 2003. On a pu défendre l'idée que le taux de change de l'euro, en particulier par rapport au dollar, ne devait pas faire l'objet d'attentions disproportionnées, d'autant que tous les opérateurs économiques ne commercent pas, loin s'en faut, hors de la zone euro et que le cours de 1,26 dollar pour 1 euro correspond à un dollar à 5,20 franc, soit un niveau proche de la parité moyenne du billet vert au cours du dernier quart de siècle.

Dans un entretien accordé au journal Le Monde du 7 décembre 2002, avant que la parité de l'euro ne dépasse celle du dollar, l'économiste Paul McCulley analysait les enjeux de l'affrontement. "Que pensez-vous de l'évolution de l'euro et du dollar ? – C'est une guerre totale entre deux forces. D'un côté, le dollar a tendance à se renforcer grâce à l'afflux de capitaux vers un pays qui mène une politique en faveur de la croissance et, de l'autre, la différence de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et les autres pays joue en sa défaveur".

A notre connaissance, la majorité des études donne un taux de change de parité de pouvoir d'achat (PPA) à un niveau compris actuellement entre 1,00 et 1,20. Le caractère assez large de la fourchette d'estimation provient de la méthode utilisée, selon l'indice que l'on retient pour les prix ou les coûts du travail. Une autre difficulté provient également de la difficulté à définir un panier de biens échangeables.

Dans tous les cas, le pouvoir explicatif de la PPA semble assez limité sur le court terme. Nous avons vu par exemple que la parité EUR/USD s'est sensiblement écartée de son niveau d'équilibre entre la fin 1999 et la mi-2001, soit une période relativement longue. Plusieurs classes de modèles ont émergé au cours des 20 dernières années. Ils se proposent d'expliquer les variations, au cours du temps, du taux de change nominal, ou celles du taux de change réel. Ces modèles économiques présentent deux inconvénients majeurs. D'un point de vue pratique d'abord, ils reposent sur des données économiques "lourdes" ce qui rend une estimation du taux de change d'équilibre courant tributaire d'une "estimation" de l'état courant de l'économie. Plus important, ces modèles se focalisent, généralement, sur les marchés de biens et de services et pas assez sur les marchés de capitaux. Or, nous savons que, pour ce qui est de la parité euro/dollar, ce sont les mouvements de portefeuille qui ont, pour l'essentiel, dans la période récente, déterminé le taux de change. A la fin 1999, les vagues de fusions et d'acquisitions ont en effet drainé des capitaux européens vers les Etats-Unis. Par ailleurs, la surperformance des marchés actions américains incitait à l'époque les investisseurs européens à surpondérer le poids des Etats-Unis dans leurs portefeuilles.

2

Bilan sommaire

Au contraire, depuis la mi-2002, la confiance des investisseurs dans la surperformance des actifs américains a sensiblement été affectée, ce qui a réduit le flux de capitaux privés vers les Etats-Unis.

On peut essayer d'expliquer l'évolution du taux de change nominal de la parité EUR/USD en fonction de la surperformance relative espérée des actifs financiers entre les Etats-Unis et l'Europe. Pour ceci, on construit pour chaque zone, deux primes de risques :

❶ la prime de risque actions, construite de telle sorte que le cours courant corresponde à la somme actualisée des dividendes futurs ;

❷ la prime de risque obligataire, qui équivaut à la différence du rendement de la partie longue et de la croissance nominale (croissance + inflation).

Ces primes de risques sont, en théorie, inversement corrélées au rendement espéré de l'actif. On construit ensuite un modèle économétrique qui explique le taux de change nominal en fonction de la différence, sur chaque compartiment de marché, des primes de risque entre les Etats-Unis et l'Europe. La valeur estimée par le modèle sera donc la valeur théorique de la parité euro/dollar et, en définitive, une expression de la performance relative espérée des actifs financiers.

On observe aujourd'hui, et depuis le début de l'année 2003, une survalorisation de l'euro. Celle-ci, qui permet, au passage, aux douze pays de la zone d'absorber sans encombre l'envolée des cours de l'énergie et des matières premières exprimés en dollars, obéit à des facteurs que les seuls modèles économétriques de la PPA ne peuvent refléter :

■ **facteurs politiques, fiscaux et psychologiques, relayés par l'absence de toute volonté significative de la FED de relever ses taux d'intérêt** pour préserver la reprise domestique. A titre d'exemple, le rendement de l'emprunt d'Etat américain à 10 ans s'établissait à 4,168 % le 18 décembre 2003, le niveau le plus bas depuis octobre.

■ **double langage de l'administration américaine** également, qui affirme par la voix du Président des Etats-Unis la conviction de son gouvernement en un dollar "fort", alors que, le 12 décembre 2003, le Secrétaire au Trésor, M. Snow, issu du monde de l'industrie, déclarait que la baisse du dollar était "un processus d'ajustement ordonné", s'inscrivant clairement dans la ligne fixée par son fugace prédécesseur républicain, Paul O'Neill, qui avait affirmé, dès février 2001, que la nouvelle administration "n'était pas intéressée par la politique du dollar fort".

In fine, la faiblesse du dollar est bonne pour la croissance aux Etats-Unis. Selon la Réserve Fédérale, un surplus de croissance de 0,4 point du PIB peut être escompté la première année qui suit une période de baisse continue de 10% du dollar, un surplus de 1,2 point la deuxième année et de 0,9 point la troisième. La baisse du dollar devrait donc produire son effet maximum sur la croissance des Etats-Unis en 2004, à condition que les taux d'intérêt réels ne changent pas.

2

Bilan sommaire

Quant aux effets inflationnistes d'une telle situation, ils sont peu sensibles, car le point de surchauffe est encore loin d'avoir été atteint outre-atlantique ;

■ **inconséquence théorique** peut être aussi, à évoquer une "politique pour un dollar fort" alors même, comme le souligne Steve Hanke, professeur d'économie à Johns Hopkins et ancien conseiller du Président Reagan, que "le cours de la monnaie est en pilotage automatique" et dépend fondamentalement du retour sur investissement attendu dans la zone économique considérée.

S'appuyant sur une analyse comparative du cycle antérieur du dollar de 1978 à 1995, certains experts estiment que les USA ne devraient pas stabiliser leur monnaie avant que le ratio déficit/PIB ne soit revenu de son pic de 5,5 % à 3 %, ce qui nécessiterait que le dollar s'ajuste encore avant de connaître une stabilisation par des interventions conjointes. "Nous avons désormais la conviction, écrivent les économistes du HSBC CCF en décembre 2003, que la stabilisation du dollar par la Maison Blanche aura lieu seulement bien après que l'euro aura atteint 1,35 dollar…".

Les conséquences de cette survalorisation sont très significatives : en 2003, les comptes des entreprises ont été très affectés par les effets de change. S'agissant de 2004, la plupart des entreprises européennes ont élaboré leur budget avec un taux euro-dollar variant entre 1,10 et 1,20 maximum… pour un billet vert à 1,26 euro le 31 décembre, et les vrais problèmes se poseront si le cours dépasse durablement les 1,30. En Italie, particulièrement, l'appréciation de la monnaie unique est vécue comme un redoutable handicap pour un secteur productif privé de sa "botte secrète" traditionnelle, la dévaluation compétitive.

On peut classer les entreprises européennes en trois catégories, en fonction des effets du change sur leurs résultats d'exploitation.

❶ **Première catégorie :** celle des entreprises bénéficiaires d'une baisse de la monnaie américaine. Cela concerne les entreprises dont les achats dans cette devise dépassent de beaucoup les ventes. C'est le cas, par exemple, d'Arcelor, premier groupe sidérurgique mondial. C'est néanmoins la minorité.

❷ **Deuxième catégorie :** les entreprises européennes perdantes. Ainsi, Alcatel, l'équipementier de télécommunications qui réalise environ 24 % de son activité en dollars. Au troisième trimestre 2003, la moitié du recul des revenus (soit 7 % environ) était due à l'effet dollar. Mais cet effet est surtout arithmétique. Le chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis est moins important quand on le convertit en euros. Les ventes en dollars correspondent à des coûts en dollars, et le groupe a mis en place des instruments de couverture.

❸ **Troisième catégorie :** les entreprises européennes très exposées au risque de change. Ainsi en est-il, par exemple, de PSA qui estime que la marge opérationnelle de sa division automobile a été amputée en 2003 de 600 millions d'euros du fait de l'affermissement de l'euro. Autre exemple, Total, pour lequel une baisse de 10 % du dollar se traduit par une baisse identique de

2

Bilan sommaire

10 % du résultat net. Néanmoins, le groupe pétrolier affirme se refuser à adopter des stratégies de couverture de change afin d'éviter, en cas de rebond du dollar, d'être privé alors du bénéfice de celui-ci, ce qui créerait un handicap compétitif intenable par rapport à ses partenaires.

Difficile à vivre, on l'a vu, pour les économies développées de l'Europe, la hausse de l'euro est assez favorable à la grande zone économique asiatique, plus inquiète de la baisse du dollar que de la hausse de la monnaie européenne.

Commercialement, l'appréciation de l'euro a permis aux entreprises japonaises de compenser partiellement la chute du billet vert. Selon une étude du "Nihon Kenzai Shimbun", le résultat opérationnel de 500 entreprises japonaises cotées en Bourse et réalisé en Amérique a chuté de 15,4 % en 2003, alors qu'il a augmenté de 86 % sur la même période en Europe. Pour la première fois, ces groupes ont enregistré plus de profits dans la zone Europe-Asie qu'en Amérique, ce qui reste toutefois à relativiser compte tenu de l'accroissement permanent du commerce intra-asiatique.

La hausse de l'euro menace aussi tout particulièrement le franc CFA, arrimé depuis le 1er janvier 1999 à la monnaie européenne au taux de 1 franc CFA pour 0,001.524 euro.

En effet, si le mouvement haussier se poursuit, le franc CFA arrivera alors à un niveau sans rapport avec les performances réelles des économies des 14 pays du système, dont le PIB total, hors Comores, atteint 3,6 % du PIB français pour 100 millions d'habitants…

Dès lors, il est vraisemblable que la question de la dévaluation viendrait à se poser à nouveau, dans des conditions dramatiques pour ces économies parmi les plus pauvres du monde, 10 ans après celle de 50 % de la valeur du CFA, opérée en 1994 sous contrainte du FMI, et qui est demeurée dans les esprits comme un véritable traumatisme.

3 La politique économique dans la zone euro : réformes et résultats

3.1 Réflexion autour de quelques prévisions

Lorsqu'on tente de dessiner le panorama économique de la zone euro pour 2004, quelques lignes de force apparaissent et, avec elles, quelques hypothèses :

Premièrement, la croissance, quoique plus élevée que cette année, resterait limitée. Elle pourrait atteindre 1,7 % en moyenne annuelle et serait sur une pente de 2 % l'an au cours du deuxième semestre. **Deuxièmement,** l'inflation se maintiendrait en deçà de la barre des 2 %. **Troisièmement,** la situation des finances publiques resterait globalement assez déséquilibrée. Le déficit, après avoir augmenté de 0,4 point en 2003 à 2,6 % du PIB, ne reculerait que de 0,1 point en 2004. Les grands pays seraient, une fois encore, particulièrement à incriminer pour ces résultats ambigus. **Quatrièmement,** les taux d'intérêt resteraient bas (autour de, respectivement, 2 % et 4 % pour les taux à 3 mois et à 10 ans à la mi-année).

Ces hypothèses sont crédibles : la croissance potentielle de la zone euro, celle qu'il est possible d'extrapoler sur moyenne période, ne dépasse sans doute pas 2 % l'an. Ensuite, un réglage d'ensemble restrictif de la politique budgétaire empêche que le retard de croissance accumulé au cours des années passées, notamment en France et en Allemagne, se comble assez rapidement au travers d'une progression de l'activité supérieure au rythme de moyen terme.

L'Europe ne se réforme pas assez. Ses marchés sont mal organisés et trop rigides, tandis que sa politique économique est enfermée dans des carcans qui sont autant de freins à une nécessaire dynamisation d'une conjoncture chroniquement souffreteuse.

Dire que l'Europe ne bouge pas serait, pour autant, exagéré. L'élargissement de l'Union à dix nouveaux membres et le débat autour de son cadre institutionnel et politique en est la meilleure preuve. N'oublions pas que la décennie 90 a vu, tout à la fois, la naissance du marché unique et de la monnaie unique.

En matière de politique économique, deux remarques s'imposent. Premièrement, la critique est souvent contradictoire, mêlant la condamnation de trop de laxisme à celle de trop de rigueur. Deuxièmement, une institution jeune comme l'est la BCE et forgeant sa crédibilité, a besoin de suivre assez scrupuleusement une règle considérée, si possible de façon consensuelle, comme fondée.

Le grand marché et l'élargissement sont de puissants moteurs de la réforme du secteur pro-

3

La politique économique dans la zone euro : réformes et résultats

ductif et donc du renforcement de la compétitivité globale de la zone. Les changements en cours dans la sphère économique, joints aux pressions concurrentielles fortes en provenance du reste du monde et aux perspectives démographiques, négatives dans l'Union, forcent naturellement le pouvoir politique et les partenaires sociaux à une adaptation du modèle social européen, sauf à prendre le risque historique de voir celui-ci s'effondrer.

Néanmoins, en dépit des prises de conscience tardives de la France et de l'Allemagne en matière d'évolution du welfare state, les chiffres macroéconomiques ne portent pas encore suffisamment la trace des réformes positives en cours d'élaboration, de négociation ou d'application.

3.2 Reprise économique

Le succès de l'introduction matérielle de l'euro et les avantages et les coûts à court terme de celle-ci ne devraient pas détourner l'analyse des implications réelles à long terme de l'UEM et de l'avenir de la zone euro.

La zone euro offre un intérêt aux investisseurs externes en raison de la solidité de ses paramètres économiques de base, soutenus par un cadre de politique économique orientée vers la stabilité, c'est-à-dire l'adoption d'une discipline monétaire et budgétaire poursuivant un objectif de croissance non inflationniste. Le pacte de stabilité et de croissance favorise la crédibilité de la zone euro aux yeux des participants au marché, renforçant de ce fait l'économie de la zone euro. Il est réconfortant de constater à cet égard que le débat interne sur le Pacte de stabilité et de croissance et la décision du Conseil Ecofin, prise sur la proposition de la France et de l'Allemagne, n'aient pas affecté la valeur relative de la monnaie européenne. Les débats théologiques sur l'Esprit et la Lettre du Pacte, sur l'opportunité d'en extraire les dépenses d'investissement et de défense, n'ont pas modifié la crédibilité des économies de la zone euro aux yeux des marchés et, par là même, la valeur relative de sa monnaie par rapport au dollar. Bien au contraire.

3.3 Inflation : la BCE remplit son mandat

Hormis en 1999, la BCE n'était pas parvenue depuis sa création à limiter l'inflation européenne au-dessous du plafond critique fixé à 2 % par an, seuil en deçà duquel la stabilité des prix est assurée.

Divers chocs avaient poussé les prix à la hausse de manière impromptue : un mini-choc pétrolier en 1999, des crises alimentaires en 2000, la faiblesse de la devise européenne pendant trois ans, enfin la mise en circulation de l'euro physique en 2002. Faiblesse de la croissance et hausse de l'euro aidant, l'objectif de prix de la BCE sera vraisemblablement atteint en 2003 (estimation annuelle en moyenne pour 2003 à 2 - 2,2 %).

La modération de l'inflation constituera même le principal facteur de soutien au pouvoir d'achat des agents économiques. Jusqu'à une date récente, l'évolution des prix européens a surtout été caractérisée par une grande inertie à la baisse.

3

La politique économique dans la zone euro : réformes et résultats

Malgré un panorama d'activité montrant toujours plus de faiblesse, divers chocs étaient venus empêcher un recul de l'inflation. Plus grave, l'euro physique ayant aboli leurs repères habituels, les menaces avaient une perception encore plus alarmante de la hausse des prix. On constate désormais que la mesure officielle des prix, tout comme la perception qu'en ont les agents, est orientée dans un sens plus favorable.

Au vu de l'appréciation notable de la devise, la désinflation importée exerce une pression modératrice sur les prix.

3.4 Une réduction lente des déficits publics

En zone euro, les comptes publics, nettement déficitaires en 2002, à 2,2 % du PIB, se sont encore dégradés en 2003 (à environ 2,6 % du PIB). Ceci n'est pas le fait des "petits pays" pour la plupart en déficit raisonnable ou en quasi-équilibre, mais des "grands", principalement l'Allemagne et la France. Leurs déficits ont atteint respectivement 3,6 % et 3,1 % du PIB en 2002, 4% et 3,6% en 2003. On se souvient d'ailleurs que les autorités européennes ont, pour ces deux pays, déclenché une procédure de sanctions pour déficit excessif, et demandé des efforts tangibles d'ajustement structurel qui ont débouché sur une crise ouverte entre le Conseil Ecofin et la Commission d'une part, et au sein du Conseil entre la France et l'Allemagne d'un côté, l'Espagne et les Pays-Bas d'un autre.

Qu'attendre pour 2004 ? Les pays de la zone euro restent soumis au Pacte de stabilité et de croissance. Mais, compte tenu du freinage conjoncturel qui a marqué l'année 2003, il ne pouvait être demandé aux pays dépassant largement le seuil des 3 % - en clair la France et l'Allemagne - d'y revenir à marche forcée, sauf à casser toute possibilité de reprise et à amplifier l'effet de cycle récessif en Europe.

En 2004, pour simuler la croissance et faciliter la mise en place de réformes structurelles, des baisses d'impôts devraient être appliquées en Allemagne et en France. Elles seront naturellement gagées sur des baisses de dépenses, c'est-à-dire sur un reformatage de la dimension et des missions de l'appareil public, dans ses acceptions étatiques, territoriales et sanitaires. Le conseil Ecofin a ainsi, début juin 2003, adressé une recommandation à la France, lui enjoignant de réduire en 2004 son déficit structurel d'au moins 0,5 % du PIB. Des baisses d'impôts sont donc probables, mais les dépenses publiques vont être ralenties.

En France, les dépenses de l'Etat seraient stables en volume, les effectifs des fonctionnaires réduits et une réforme majeure de l'assurance maladie engagée. Si celle-ci porte ses fruits rapidement, la réduction du solde structurel sera significative et compte tenu d'un solde conjoncturel à peu près stable, le déficit français pourrait être ramené à environ 3,1 % en 2004. Mais on sait que le freinage des dépenses de santé sera difficile à mettre en œuvre. Les coûts transitoires liés à des réformes structurelles sérieuses sont un fait, et une volonté politique déterminée sera par conséquent nécessaire pour vendre ces réformes aux acteurs sociaux réticents et à l'opinion publique, ainsi que pour

3

La politique économique dans la zone euro : réformes et résultats

expliquer en même temps les modifications des systèmes de pension et de santé au vu du vieillissement des populations.

L'amélioration des comptes publics européens va donc être très limitée en 2004, même si le pli pour réduire les déficits structurels semble pris, en France et en Allemagne, et la majorité des acteurs sociaux et politiques convaincus de son caractère inéluctable.

4 Questions sur l'Avenir : l'euro et la croissance potentielle en Europe

Francis Mer, le ministre français de l'Economie, des finances et de l'industrie, a souvent l'occasion d'évoquer un monde occidental dans lequel abondent les gisements de croissance par le renouvellement de l'offre et l'émergence de nouvelles zones de croissance.

Jacques Attali, ancien Conseiller spécial du Président Mitterand, évoque lui aussi (Le Monde, 5 janvier 2004) "un agenda de croissance fabuleux". Pour lui, "Trois grandes vagues technologiques se présentent : la révolution des télécommunication, dont l'impact est loin d'être derrière nous, avec ses gains de productivité ; la révolution biotechnologique, avec ses implications en particulier dans l'agriculture ; enfin, les nano-technologies. Sauf à-coups, on peut tabler sur une croissance durable de 4 % par an du produit mondial brut. C'est considérable. Il faut garder à l'esprit que la révolution industrielle s'est faite à un rythme moyen de 2 %."

En comparaison, la croissance potentielle de la zone euro se situe, dit-on souvent, entre 2 et 2,5 % par an. Diverses études (BCE, OCDE) ont établi cette valeur après examen de la décennie passée.

Or, sur cette période, la croissance constatée n'a été que de 1,9 %, indiquant que divers facteurs ont empêché l'Europe d'utiliser ses capacités productives à leur niveau optimal. Les efforts en vue de l'UEM y ont sans doute eu leur part, obligeant certains pays à restreindre leur capacité de façon exceptionnelle, afin de réaliser la convergence en matière d'inflation et de déficit public.

La question du potentiel est bien entendu au cœur des perspectives de moyen terme et l'avenir peut ici susciter plusieurs questions. D'une part, certains éléments constitutifs du PIB potentiel semblent voués à ralentir, notamment la population active, et cela rend d'autant plus cruciales les réformes de structure des marchés du travail. D'autre part, le policy-mix est en large partie fondé sur l'idée d'un potentiel supérieur à 2 % par an.

Le potentiel de croissance économique n'est en aucune façon la garantie de la croissance future. Il ne fait que révéler ce qu'il est permis d'espérer en phase normale d'activité et les efforts à consentir si l'on juge que ce potentiel est trop bas. Il y a de quoi penser qu'il en va ainsi dans l'UEM, où l'estimation la plus souvent admise de la hausse du potentiel avoisine 2,25 % par an, plus d'un point au-dessous des Etats-Unis. Pour deux zones qui se veulent similaires dans leur développement, l'écart est impressionnant. Si des mesures fortes, durables et concertées ne sont pas arrêtées rapidement dans le domaine de la flexibilité du travail, de la réforme de l'Etat, de la R&D et de la prise en compte des effets négatifs du vieillissement sur les comptes sociaux, on peut craindre alors qu'il n'aille pas beaucoup en se réduisant à l'avenir.

4

Questions sur l'Avenir : l'euro et la croissance potentielle en Europe

Déjà, les pays de l'UEM n'ont pas atteint dans la décennie passée le potentiel qui leur était assigné. Cette contre-performance est la marque d'une productivité insuffisante et d'un retard dans les investissements d'infrastructures, de formation ou de R&D. Elle témoigne, surtout, de nombreuses rigidités sur le marché du travail, notamment dans les deux économies moteurs du continent, en France et en Allemagne, ce qu'illustre le haut niveau du taux de chômage d'équilibre avoisinant 8 % en Europe contre 5 % aux Etats-Unis. Or, les projections démographiques annoncent un ralentissement rapide de la population en âge de travailler, facteur a priori négatif pour les capacités normales de production (même si, dans le même temps, le taux de chômage baisse aussi). Pour ne pas peser sur le potentiel de croissance, il s'agirait donc de stimuler le taux d'activité ou d'inciter à accroître la durée du travail. Ces réformes sont difficiles à faire admettre dans le contexte européen, du fait des habitudes sociales qui y prévalent. Mais, en leur absence, le risque est d'ancrer l'Europe sur une tendance de croissance potentielle inférieure à 2 %.

5 L'euro, un succès auprès des citoyens

Au delà des chiffres et des théories économiques, le plus grand succès de l'euro réside dans l'idée que s'en font les européens eux-mêmes, qui l'ont adopté massivement au cours des deux dernières années.

D'après le sondage Flash Eurobaromètre[1] réalisé auprès de 12017 citoyens des douze pays de la zone euro, entre le 29 octobre et le 11 novembre 2003, "près de deux ans après l'introduction de la monnaie unique, le maniement et la reconnaissance des pièces et des billets s'avèrent de plus en plus aisés pour les citoyens de la zone euro". Seuls 14 % des personnes interrogées lors d'un récent sondage déclarent encore rencontrer beaucoup de difficultés lors de l'utilisation des pièces et billets en euro. L'euro semble désormais davantage utilisé comme valeur mentale de référence, surtout pour les actes de consommation courante. Ainsi, dans la grande majorité des pays de la zone euro, les personnes interrogées ne souhaitent plus le double affichage des prix.

Cependant, pour une majorité conséquente d'interviewés, la mise en place de l'euro reste toujours associée à une augmentation des prix, et même s'il reste majoritaire, le niveau de satisfaction lié au passage à la monnaie unique enregistre une baisse constante depuis le 1er janvier 2002.

En 2003, une personne interrogée sur deux affirme que l'utilisation de l'euro ne cause plus du tout de difficultés : un résultat identique à celui observé l'an dernier. A l'instar de ce qui avait été observé en 2002, ce sont les pièces nettement plus que les billets qui peuvent encore représenter une difficulté dans leur maniement pour un peu plus d'un répondant sur quatre. A cet égard, la proposition de créer un billet de 1 euro ne recueille l'adhésion que d'une minorité d'interviewés (31 % en moyenne), ce qui représente cependant une augmentation par rapport au sondage précédent où seuls 21 % se disaient favorables à cette création. En revanche, s'il faut supprimer des pièces, les choix paraissent clairs : les sondés se prononcent de manière presque unanime en faveur de la suppression des pièces de 1 et de 2 centimes.

Un peu moins de la moitié (46 %) des sondés reconnaissent raisonner davantage en euros que dans leur ancienne monnaie nationale pour effectuer des achats courants, ce qui représente une augmentation de 4 points par rapport à l'enquête réalisée l'an passé. Cela étant, plus des deux tiers des citoyens de la zone euro reconnaissent que l'introduction de la monnaie unique a modifié leurs comportements d'achat, et ce plutôt dans le sens d'une plus grande frilosité.

En effet, le solde entre les personnes qui disent acheter plus depuis le 1er janvier 2002 et celles qui au contraire achètent moins de peur de dépenser trop, est négatif (on enregistre une dif-

(1) Source : L'euro deux ans après. Sondage flash Eurobaromètre, réalisé entre le 29 octobre et le 11 novembre 2003 auprès de 12 017 citoyens des 12 pays de la zone euro.

5

L'euro, un succès auprès des citoyens

férence de 9 points entre ces deux attitudes). Une étude qualitative de la COFREMCA, limitée à l'exemple français, a démontré par ailleurs que cette frilosité répondait assez largement à une absence de repères du consommateur : celui-ci ne sachant plus évaluer le coût relatif du bien et s'abstenant donc, en conséquence, de l'acquérir.

Le sentiment que l'euro a déjà acquis une dimension internationale s'installe largement au sein de l'opinion publique européenne. Cette constatation s'illustre d'ailleurs dans le comportement des voyageurs de la zone euro puisqu'une majorité d'entre eux (52 %) déclare emporter des euros en cas de déplacement hors de cette zone, loin devant le billet vert (seulement 17 %). L'actuel rapport euro/dollar, qui apparaît d'ailleurs relativement bien connu du grand public, n'y est certainement pas étranger. Quoi qu'il en soit, 52 % des citoyens de la zone euro considèrent que l'adoption de l'euro par leur pays est une opération globalement avantageuse qui va les renforcer, contre 36 % qui sont d'un avis contraire. Un résultat stable même s'il accuse une très légère baisse de 2 points par rapport à l'enquête de novembre 2002.

Seule ombre au tableau, la grande majorité des personnes interrogées (89 %, + 5 points par rapport à novembre 2002) estime que la mise en place de l'euro reste associée à une augmentation des prix et que la conversion à l'euro s'est faite au détriment des consommateurs. Cependant, 47 % des interviewés se déclarent aujourd'hui "content" de ce changement monétaire contre 44 % qui affichent un certain mécontentement (ils n'étaient que 39 % dans cette catégorie en novembre 2002 et 23 % au lendemain du passage à l'euro). La dégradation du climat économique dans certains Etats membres a pu, en partie, expliquer cette évolution négative.

Enfin, en ce qui concerne les aspects plus économiques, on constate que 51 % des personnes interrogées ont déjà entendu parler du Pacte de stabilité, même si 35 % d'entre elles avouent ne pas savoir très bien de quoi il s'agit. Après avoir soumis aux sondés une définition simplifiée du Pacte, 40 % des citoyens de la zone euro estiment que leur pays en respecte les règles, ce pourcentage atteignant 64 % en Allemagne et 78 % en France. On note qu'une majorité relative de répondants (47 %) souhaite voir le Pacte strictement respecté, même si un pays connaît des difficultés économiques, contre 42 % qui pensent le contraire. Parmi ces derniers, 53 % des Allemands et 48 % des Français estiment qu'un pays doit être libre de ne pas respecter le Pacte de stabilité. Finalement, 71 % des interviewés sont conscients de la contribution de ce Pacte au renforcement de la monnaie unique et y sont donc favorables.

Conclusion

Après plus de quatre années d'UEM et après sa seconde année de visibilité physique, la mise en place de l'euro peut être considérée comme l'événement le plus important de l'histoire économique et financière du continent européen au XXe siècle, avec l'abandon de l'étalon Or et l'instauration de changes flottants généralisés.

L'existence d'une monnaie unique, qui offre bien des avantages et constitue un atout de taille pour l'Europe, n'en crée pas moins des contraintes, et implique des responsabilités particulières qui ne doivent pas être sous-estimées.

Toute monnaie continue d'être basée sur la confiance. Avec l'ouverture des marchés et la mondialisation, cette confiance doit être aussi bien celle des centaines de millions de résidents que des "marchés", c'est-à-dire des investisseurs qui influent constamment sur les taux d'intérêt et de change, c'est-à-dire finalement sur la valeur respective des monnaies. Il apparaît donc souhaitable que les douze gouvernements concernés intensifient leurs efforts pour donner à l'Eurogroupe une structure et des attributions à la fois plus officielles et plus précises, qui permettent à cet organisme de mener, en étroite coopération avec la Banque centrale européenne, une véritable politique économique et financière pour notre continent, c'est-à-dire pour la croissance, dans le respect des grands équilibres macro-économiques. L'Eurogroupe, créé sur l'insistance de la France, n'est en effet que la simple réunion informelle des ministres de l'Economie et des finances des Douze, avant qu'ils ne rejoignent leurs collègues des pays de l'Union n'ayant pas adopté l'euro dans leurs réunions mensuelles "Ecofin".

Quant à la BCE, elle n'est pas chargée de veiller à la valeur externe de l'euro, c'est-à-dire son taux de change. Cette responsabilité, au titre de l'article 111 du traité, relève du Conseil de l'Union qui peut "formuler les orientations générales de politique de change".

La gestion de la monnaie européenne devrait sans doute être aussi plus démocratique. Qu'est-ce à dire ? Ne prend-on pas alors le risque d'entrer, par étape, dans un processus qui pourrait amener à terme à l'abaissement de l'indépendance de la Banque centrale des Européens ?

Aujourd'hui, les règles qui définissent la BCE sont gravées dans le marbre des traités. En relevant, elles ne peuvent être modifiées qu'après un long processus impliquant chacun des Etats membres. Cette lourdeur préserve certes la BCE du risque de l'intrusion du "pouvoir" dans la politique monétaire de la zone euro.

Mais elle déconnecte aussi le banquier central des attentes de ses mandants : les peuples de l'Europe.

Manfred Neumann, directeur de l'Institut d'économie internationale de Bonn, expliquait en 1998 que la BCE serait moins légitime que la Bundesbank, car l'indépendance de celle-ci pouvait être supprimée par un simple vote au Parlement. Ce seul risque amenait les diri-

geants de la Banque centrale allemande, pourtant reconnus pour le conservatisme et l'orthodoxie traditionnelle de leur pensée économique, à prendre en compte l'avis du gouvernement, du Parlement et de l'opinion publique, sans reculer pour autant sur le front de la lutte contre l'inflation. Aux Etats-Unis aussi, l'indépendance de FED ne tient formellement qu'à la loi.

En Europe, rien ne peut obliger Francfort à écouter les voix qui montent de toutes parts. Le système de défense de la BCE est clos. Il ne peut y avoir aucune entrave ou atteinte au pouvoir tout puissant de son indépendance.

Il manque donc, en Europe, une dimension démocratique dans la gestion de notre politique monétaire, un lien organique entre le banquier central et le pouvoir politique européen. Le Conseil et le Parlement européen sont à l'évidence les deux organes susceptibles d'introduire, un jour, cette nécessaire dose de démocratie, dans le respect et la confiance accordée à une institution essentielle.

Il conviendrait également, et l'un ne saurait aller sans l'autre, que ces mêmes gouvernements renforcent parallèlement leurs efforts visant à davantage coordonner et harmoniser l'ensemble de leurs politiques économiques et budgétaires dans le cadre d'une véritable policy-mix européenne. Tandis que Berlin et Paris doivent mener une politique budgétaire restrictive pour honorer, tant bien que mal, le Pacte de stabilité - au risque d'ailleurs d'étouffer les premières manifestations de retour de la croissance -, Madrid, qui n'a pas de déficit public, vit sur un grand pied grâce à des taux d'intérêt très faibles qui favorisent le gonflement d'une bulle immobilière à hauts risques.

Dans le même registre, l'indicateur de la dispersion des taux d'inflation dans les principales économies européennes ne manque pas non plus d'être préoccupant. A partir de la création de l'euro, les différentiels d'inflation, calculés par rapport au taux d'inflation allemand, n'ont pas cessé d'augmenter, atteignant près de 3,5 % pour le Portugal, plus de 2 % pour l'Italie et près de 1 % pour la France. Comme l'écrit Alain Cotta (Les Echos, 29 octobre 2003), "Cet accroissement de la dispersion des taux d'inflation européens est beaucoup plus significatif que l'accroissement du taux moyen, d'ailleurs faible. Il manifeste l'autonomie croissante des politiques économiques nationales ou, si l'on préfère, leur disparité. (…). L'existence de l'euro n'a pas (…) rapproché, coordonné davantage les politiques nationales. Au contraire. La contrainte de l'euro a poussé les gouvernements nationaux à des politiques de plus en plus différentes." On le voit bien, l'euro ne dispense pas, loin s'en faut, l'Union de se doter d'un véritable gouvernement économique, dont la fiscalité et le social ne pourront être exclus.

Enfin, tout porte à croire que l'élargissement de l'Europe va plus que jamais constituer un élément de référence important pour l'euro. Car si, bien sûr, l'élargissement est statutairement une affaire de quinze Etats de l'Union européenne, les Douze de la zone euro sont évidemment très directement concernés par l'ancrage d'économies moins performantes au noyau "riche" de l'Europe.

Conclusion

On le voit, la monnaie européenne doit être analysée dans sa globalité, au plan économique, au plan géopolitique et enfin au plan de la politique européenne.

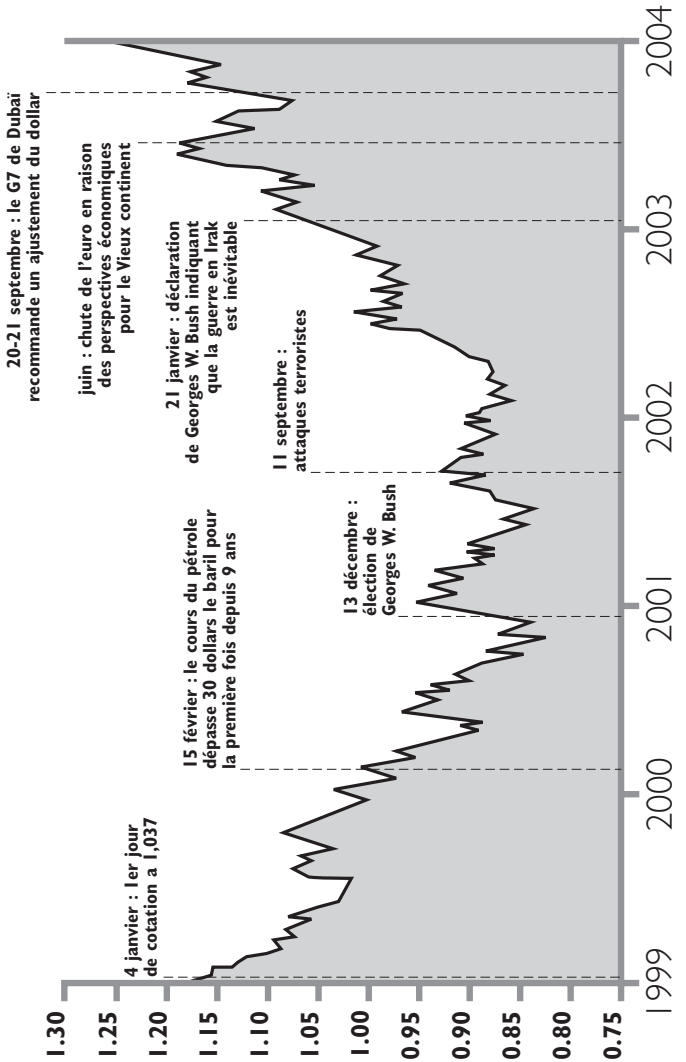
Au plan économique, elle doit agir comme un puissant facteur d'intégration des économies du continent dès lors que la question de la gouvernance économique commune de l'Union aura été posée et résolue, car l'euro apparaît bien comme la consécration du Marché unique et cette mutation radicale doit permettre d'aller bien au-delà du concept d'une simple zone européenne de libre-échange.

La monnaie unique est d'ores et déjà un extraordinaire "faciliteur" du développement du commerce intra européen, et partant, mondial. Elle a aussi favorisé une remise à niveau structurelle des économies. Dans la phase qui précédait leur intégration, les pays candidats ont dû mener, en effet, des politiques d'assainissement pour se préparer à entrer dans l'euro. Ils se sont astreints à des disciplines et n'ont plus fait reposer sur la politique monétaire ce qui ne devait pas l'être, rompant parfois avec des traditions établies depuis le début des trente glorieuses, voire 1945.

Au plan géopolitique, même si "le temps des transitions est un temps long" , comme le rappelle avec sagesse Christian de Boissieu, l'apparition de la monnaie unique confère une assise concrète et solide à l'esquisse d'un monde économique multipolaire, certes encore dominé par la force du dollar et des Etats-Unis, mais pour la première fois depuis 1945 doté d'une esquisse de contrepoids. Quel meilleur exemple peut-on citer que de voir aujourd'hui les banques centrales asiatiques accroître progressivement leurs réserves en euros, non seulement du fait du risque de change ou en raison des objurgations du FMI, mais tout simplement parce que la monnaie européenne a, à leurs yeux, changé de statut en cinq ans ? Comment ne pas se réjouir de savoir que la banque centrale de Chine détient toujours davantage d'euros et que la monnaie européenne y accède au rang de monnaie de réserve, alors même que Pékin envisage d'ancrer le Yuan à un panier dollar-euro-yen plus conforme à la composition de ses échanges commerciaux ?

Au plan politique, enfin, car la création de l'euro est avant tout une œuvre politique, la monnaie unique donne à l'Union européenne un outil de puissance, inséparable de la souveraineté monétaire. La monnaie et la puissance ont partie liée de façon indissoluble et il n'a jamais existé dans l'histoire contemporaine de grande puissance dénuée de monnaie. L'Europe aussi l'a compris !

Annexes



Déjà parus...

Vers une bioéthique européenne ? L'exemple de l'embryon humain
Laurence Lepienne, Novembre 2003

La France, grâce à l'Europe
Jean-Paul Betbèze, Septembre 2003

Pour en finir avec l'hécatombe routière
Béatrice Houchard, Juin 2003

Espace pénal commun en Europe : Quelles perspectives ?
Jean-François Kriegk, Dominique Barella, Mai 2003

La consolidation des industries de défense en Europe. Et après ?
Hélène Masson, Avril 2003

Ce sera une autre Europe
Alain Lamassoure, Mars 2003

Justice, police et sécurité dans l'Union européenne
Hubert Haenel, Février 2003

Un président pour l'Europe
Pierre Lequiller, Janvier 2003

Pour l'Europe réunie
Jean-Dominique Giuliani, Novembre 2002

La fonction publique française en Europe
Eugénie Rabourdin, Juin 2002

Adresse européenne à Monsieur le Président de la République française
Dominique Reynié, Mai 2002

L'héritage du fédéralisme ? Etats-Unis/Europe
Thierry Chopin, Mars 2002

L'Europe : un espace pour la recherche et l'innovation
Gérard Tobelem et Nicolas Georges, Mars 2002

Les moyens de la sécurité publique
Éléments d'analyse comparative Février 2002

La fiscalité écologique
Paul Nomidès, Février 2002

La taxe Tobin : Revue de la pensée magique
Olivier Storch, Janvier 2002

La famille, une idée neuve en Europe
Béatrice Houchard, Septembre 2001

La fracture numérique
Olivier Storch, Janvier 2001

Pour une politique culturelle européenne
Jean-Miguel Pire, Octobre 2000

Reconnue d'utilité publique par décret en date du 18 février 1992, **la Fondation Robert Schuman** a pour mission de :

- promouvoir l'idéal européen ;
- soutenir tous ceux qui œuvrent pour la démocratie en Europe et dans le monde ;
- contribuer, par tous les moyens, au débat européen et à l'évolution de l'Union ;
- établir des liens et des coopérations avec toutes les institutions qui poursuivent les mêmes buts ;
- favoriser l'étude de la pensée européenne par l'attribution de bourses, le développement de programmes de recherche et le soutien aux publications qui concernent la construction européenne, son passé et son avenir.

Elle est présidée par Monsieur Jean-Dominique Giuliani.

29, bd Raspail - 75007 Paris
Tél. : 33 1 53 63 83 00
Fax : 33 1 53 63 83 01
www.robert-schuman.org

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN
p.joannin@robert-schuman.org

Achevé d'imprimer en janvier 2004