

Dix ans d'union monétaire : une rétrospective

L. Aucremanne
J. Boeckx
D. Dury
S. Ide

Introduction

Il y a dix ans environ, le 1^{er} janvier 1999, démarrait en Europe la troisième phase de l'union économique et monétaire (UEM). Onze pays y ont d'emblée participé, à savoir la Belgique, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Allemagne, la France, l'Autriche, l'Espagne, l'Italie, le Portugal, l'Irlande et la Finlande. À cette date, ils ont introduit avec succès une toute nouvelle monnaie commune : l'euro. Une banque centrale a aussi été créée, la BCE, qui, avec les banques centrales nationales des pays participants, forme l'Eurosystème. Ensemble, celles-ci sont chargées de définir et de mettre en œuvre la politique monétaire commune de la zone euro, dont l'objectif principal est, conformément au traité de Maastricht, (de maintenir) la stabilité des prix. Entre-temps, la Grèce, la Slovaquie, Malte et Chypre sont elles aussi devenues membres de l'union monétaire, et la Slovaquie la rejoindra le 1^{er} janvier 2009. À partir de cette date quelque 330 millions d'Européens utiliseront une seule et même monnaie.

Les attentes étaient extrêmement ambitieuses. La politique monétaire commune devait apporter la stabilité des prix, après que les pays ayant adopté l'euro eurent été confrontés, certes à des degrés divers, à une inflation élevée et à des cours de change instables durant les décennies précédentes. La politique budgétaire devait elle aussi poursuivre des objectifs de stabilité macroéconomique ; les principes en avaient été fixés en 1997 dans le pacte de stabilité et de croissance. L'introduction de l'euro favoriserait en outre le processus d'intégration économique en Europe et consacrerait en quelque sorte le marché unique

mis en place en 1993. La baisse des coûts de transaction et la disparition des incertitudes sur les cours de change contribueraient à l'intensification des échanges entre les États membres. S'en suivrait non seulement une transparence accrue des prix à laquelle la monnaie unique devait aboutir, mais également une concurrence renforcée sur les marchés des produits, rendant ceux-ci plus efficaces. L'euro jouerait également un rôle important dans l'intégration des marchés financiers, lesquels étaient demeurés très fragmentés précisément en raison de l'existence de monnaies nationales distinctes. Enfin, l'euro pourrait être le catalyseur de réformes structurelles sur les marchés du travail et des produits, et ce notamment parce que le bon fonctionnement de ces marchés conditionne dans une large mesure celui de l'union monétaire. In fine, ces divers éléments favoriseraient la croissance économique, l'emploi et le niveau de vie en Europe, de même qu'une convergence et une cohésion croissantes entre les États membres.

Mais ces attentes ambitieuses – peut-être même trop ambitieuses – ne faisaient pas l'unanimité. Nombreux étaient également les eurosceptiques. Ces derniers arguaient que les pays qui adoptaient l'euro ne remplissaient pas ou à peine les critères d'optimalité d'une zone monétaire (Mundell, 1961). En vertu de ces critères, il ne suffit en effet pas que des pays soient fortement intégrés entre eux pour que la constitution d'une union monétaire leur soit profitable. Ceux-ci doivent également disposer de mécanismes d'ajustement satisfaisants, tels par exemple des marchés fonctionnant de manière efficace, une main-d'œuvre suffisamment mobile ou l'existence

de transferts entre les pays, leur permettant d'amortir les répercussions de chocs asymétriques. De l'avis des eurosceptiques, les critères de convergence fixés dans le traité de Maastricht étaient trop unilatéralement axés sur la convergence nominale (inflation faible, participation au SME sans dévaluation et taux d'intérêt à long terme bas) et sur des finances publiques saines (les normes de 3 et de 60 p.c. pour, respectivement, le déficit budgétaire et la dette publique, qui sont commentées ci-après). D'après ces critiques, l'euro freinerait le développement économique des pays qui l'adoptent et entraînerait *in fine* une hausse du chômage⁽¹⁾. À en croire certains, l'euro n'était dès lors pas appelé à faire long feu. Se fondant en partie sur des arguments similaires, plusieurs États membres de l'UE de l'époque (le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède) ont décidé de ne pas introduire l'euro, même si certains d'entre eux satisfaisaient aux critères d'adhésion. Le Royaume-Uni et le Danemark gardent la possibilité de ne pas adopter l'euro, alors que tous les nouveaux États membres, qui sont entrés dans l'UE en 2005 lors de son élargissement, sont censés introduire la monnaie unique tôt ou tard.

Le présent article revient sur dix ans d'union monétaire et examine dans quelle mesure l'introduction de l'euro a pu répondre aux attentes les plus ambitieuses. Plusieurs facettes sont brièvement abordées; pour un bilan exhaustif et détaillé, l'article renvoie à des études plus approfondies qui ont récemment été réalisées à l'occasion du dixième anniversaire de l'euro⁽²⁾. Le reste de l'article est structuré comme suit. Les chapitres 1 et 2 traitent respectivement des politiques monétaire et budgétaire. Le chapitre 3 évalue le rôle international de l'euro et, en particulier, si celui-ci a véritablement contribué à renforcer les échanges commerciaux, la convergence des prix et l'intégration financière. Le chapitre 4 s'intéresse à l'évolution de l'activité économique, de l'emploi et du niveau de vie dans la zone euro. Le chapitre 5 aborde la problématique des différences entre les pays et analyse le fonctionnement des mécanismes d'ajustement dans l'union monétaire. Enfin, le chapitre 6 énumère un certain nombre de défis qui devront être relevés à l'avenir.

1. Politique monétaire: inflation faible et ancrage réussi des anticipations d'inflation

Les dix premières années de l'union monétaire se sont caractérisées par un degré de stabilité des prix historiquement très haut dans la zone euro. Entre janvier 1999

et octobre 2008, l'inflation dans la zone euro s'est en moyenne élevée à 2,2 p.c. sur une base annuelle, soit un taux sensiblement inférieur à ceux qui avaient été observés au cours des quatre décennies précédentes. L'inflation avait ainsi été considérablement plus importante principalement dans les années 1970 et 1980. Ce résultat est pour le moins positif, même au regard de celui de l'Allemagne, qui est pourtant le pays qui avait enregistré le plus haut degré de stabilité monétaire durant les quatre décennies ayant précédé l'union monétaire.

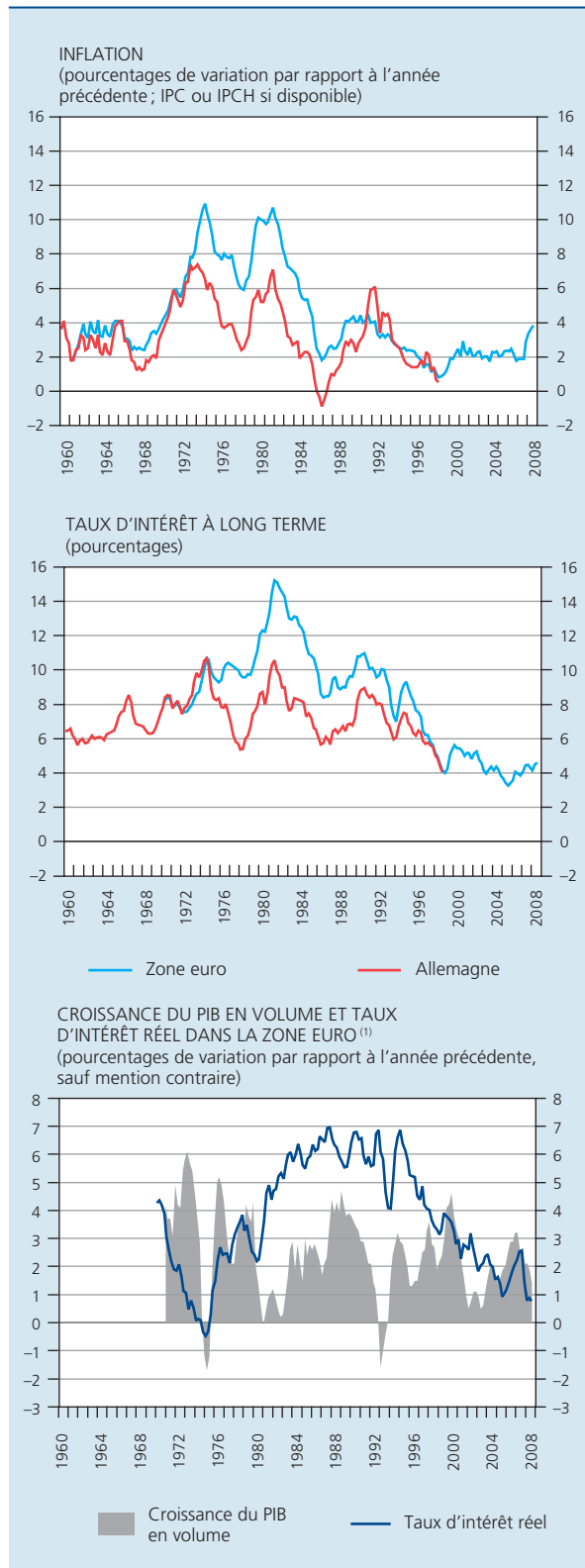
En assurant la stabilité des prix, la politique monétaire contribue à ce que les conditions d'une croissance économique durable soient réunies. La stabilité des prix garantit ainsi que non seulement les taux d'intérêt nominaux à long terme, mais aussi les taux d'intérêt réels, soient bas. Si les anticipations d'inflation sont bien ancrées, la politique monétaire peut en effet, toutes autres choses restant égales, être moins restrictive que lorsqu'elle doit reprendre le contrôle des anticipations d'inflation. L'incertitude pesant sur l'évolution future de l'inflation s'étant dissipée, les investisseurs sont en outre plus facilement disposés à libérer des moyens financiers pour une période plus longue, ce qui fait baisser la prime de risque d'inflation contenue dans les taux d'intérêt à long terme. L'inverse s'était produit dans les années 1970 et 1980: la hausse de l'inflation avait influencé les taux d'intérêt à long terme de manière plus que proportionnelle, de sorte que ceux-ci avaient également augmenté en termes réels, et ce en moyenne davantage dans les pays qui allaient ultérieurement constituer la zone euro qu'en Allemagne, précisément parce que la confiance dans la politique monétaire allemande était plus grande. Il a en outre fallu attendre 1998 pour que les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro convergent presque entièrement vers les taux allemands, alors que l'inflation était elle-même revenue plus tôt déjà à un niveau comparable à celui observé en Allemagne. Dès lors, depuis 1999, les taux d'intérêt réels de la zone euro, conformément aux modèles de croissance, ont à nouveau tendance à s'établir aux alentours de la croissance réelle, tout comme cela avait été le cas au début des années 1970.

La stabilité des prix bénéficie également à l'économie réelle dans la mesure où elle permet de limiter les ressources nécessaires à l'adaptation des prix et des salaires. Le processus d'ajustement des prix s'accompagne en effet de frais administratifs, qui sont liés non seulement à l'adaptation elle-même, mais aussi à la collecte de toutes les informations qui sont indispensables au calcul du nouveau prix. Du fait de ces coûts, ce processus n'est pas continu mais présente plutôt une certaine inertie et souvent même un caractère asynchrone, de sorte que l'inflation entraîne également à court terme des changements des prix et

(1) Cf. par exemple l'article de Paul Krugman paru dans *The Economist* du 31 août 1996.

(2) Cf. par exemple BCE (2008a) et CE (2008)..

GRAPHIQUE 1 INFLATION ET TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME EN ALLEMAGNE ET DANS LA ZONE EURO



Sources : OCDE, Thomson Financial Datastream.

(1) Taux d'intérêt nominal à long terme diminué du taux d'inflation annuel.

des salaires en termes réels⁽¹⁾. Les signaux émanant des changements des prix relatifs de nature plus fondamentale sont dès lors brouillés, ce qui biaise l'allocation des ressources. L'inflation peut aussi conduire à l'application de règles d'indexation simples des prix et des salaires, puisque celles-ci sont à même d'atténuer, à tout le moins en partie, les frictions évoquées ci-avant. En raison de leur caractère trop rudimentaire, de telles règles d'indexation présentent néanmoins l'inconvénient d'être elles-mêmes dans certaines circonstances une source de distorsion des prix et des salaires, et partant d'instabilité macroéconomique. La stabilité des prix rend en principe le recours à de tels mécanismes moins attrayant.

Par ailleurs, il convient de signaler que, pendant la période d'union monétaire, l'inflation a en moyenne légèrement excédé la limite supérieure de 2 p.c. fixée par la définition de la stabilité des prix. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a en effet défini la stabilité des prix comme une hausse de l'IPCH de la zone euro inférieure à, mais proche de, 2 p.c. à moyen terme. Un tel écart positif a surtout été enregistré en 2008, sous l'impulsion des fortes hausses du cours du pétrole brut et d'autres matières premières, tels les produits alimentaires. Ces derniers mois, l'inflation a cependant reculé, revenant à 2,1 p.c. en novembre 2008. Dans la mesure où de telles hausses de prix, qui sont dans une large mesure d'origine extérieure, sont difficiles à prévoir et se répercutent de surcroît quasi immédiatement sur l'inflation, la politique monétaire peut difficilement les contrecarrer. Si celle-ci cherchait malgré tout à le faire, s'en suivrait une variabilité non souhaitée de l'instrument de politique monétaire, à savoir les taux d'intérêt à court terme, et de l'évolution de l'activité intérieure. C'est précisément pour permettre une réaction plus graduelle de la politique monétaire que la définition de la stabilité des prix est explicitement axée sur le moyen terme. Il devient dès lors possible d'endiguer les effets de premier tour des variations des prix des matières premières, à tout le moins aussi longtemps que ne sont pas altérées les perspectives à moyen terme de stabilité des prix. D'autres écarts à la hausse vis-à-vis de la limite supérieure de 2 p.c. sont également apparus à la suite de renchérissements sensibles du cours du pétrole, lorsque des conditions météorologiques défavorables ou des maladies du cheptel ont pesé lourdement sur les prix des produits alimentaires ou encore lorsque des relèvements de la fiscalité indirecte ou des augmentations de prix de nature essentiellement administrative ont entraîné une accélération de l'inflation.

(1) Le fait que l'ajustement des prix dans la zone euro présente une certaine inertie et soit asynchrone est notamment avéré par les résultats des recherches de l'Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN), qui, en ce qui concerne les mécanismes de formation des prix, sont résumés dans Alvarez et al (2006) ainsi que dans Dhyne et al. (2006).

Encadré 1 – La politique monétaire unique pendant la crise financière

Le présent encadré décrit la façon dont la politique monétaire unique a abordé les défis posés par la crise bancaire tant pour la fourniture de liquidités sur le marché monétaire que pour la détermination de l'orientation de la politique monétaire à mener. Plus particulièrement, il montre que sans l'introduction de l'euro, un choc néanmoins assez symétrique tel que la crise financière aurait eu un impact plus divergent dans les différents États membres sur les variables étroitement liées à la politique monétaire, comme les liquidités sur le marché monétaire, le taux d'intérêt et le cours de change. La crise bancaire, sans l'euro, aurait dès lors été plus difficilement maîtrisable et aurait provoqué, dans les différents États membres, une volatilité macroéconomique plus grande encore que ce n'est le cas actuellement.

Depuis l'émergence des turbulences financières en août 2007, l'étiollement de la confiance entre les banques commerciales fait obstacle au bon fonctionnement du marché interbancaire. Les banques disposant d'un surplus de liquidités ne sont plus disposées à prêter à celles qui se trouvent confrontées à un déficit de liquidités. L'Eurosystème s'est donc vu contraint, à mesure que les tensions s'amplifiaient, d'adapter l'organisation de la fourniture de liquidités aux banques et d'assurer lui-même, de façon croissante, l'intermédiation qui a lieu normalement sur le marché interbancaire. Initialement, il a suffi d'appliquer de manière flexible les principes régissant la fourniture de liquidités en euro. Aussi, surtout au début des périodes de constitution des réserves, une politique d'adjudication abondante a-t-elle été menée lors des opérations principales de refinancement hebdomadaires, davantage d'opérations de réglage fin ont-elles été effectuées en fonction des conditions de marché et la durée moyenne du refinancement a-t-elle été allongée⁽¹⁾.

Pendant l'aggravation de la crise en septembre et octobre 2008, l'Eurosystème a joué davantage ce rôle d'intermédiaire: d'une part, en fournissant encore plus de liquidités pour répondre à la demande croissante en réserves des banques et d'autre part, en acceptant davantage de dépôts de la part de celles-ci. À cette fin, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé le 8 octobre 2008 que les opérations principales de refinancement hebdomadaires auraient lieu à taux fixe, alors que le taux directeur central avait jusque-là fait office de taux de soumission minimal, et que l'intégralité des soumissions seraient satisfaites à ce taux. Le corridor formé par les taux des facilités permanentes a en outre été réduit de 200 à 100 points de base. Ces mesures diminuent tant l'incertitude pour les banques que les coûts de l'intermédiation et resteront en vigueur aussi longtemps que nécessaire, en tout cas au moins jusqu'à la fin de la première période de constitution des réserves de 2009. Le 15 octobre 2008, il a en outre été décidé d'appliquer le même taux fixe, à savoir celui des opérations principales de refinancement, et de satisfaire l'intégralité des soumissions jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009 lors des opérations de refinancement à plus long terme (c'est-à-dire à 1 mois, à 3 mois et à 6 mois) ainsi que d'étendre sensiblement la liste des actifs éligibles admis en garantie des opérations de crédit de l'Eurosystème.

En outre, dans le cadre d'une action coordonnée de cinq banques centrales, des liquidités dans d'autres devises que l'euro ont été octroyées contre mise en gage d'actifs éligibles auprès de l'Eurosystème. C'était déjà le cas en ce qui concerne le dollar américain depuis le 12 décembre 2007. Entre-temps, tant le volume que la maturité des crédits octroyés en dollar américain se sont accrus. Depuis le 13 octobre 2008, ces injections de liquidités se font aussi à taux fixe et les soumissions sont satisfaites dans leur intégralité. Depuis le 20 octobre 2008, l'Eurosystème fournit également des liquidités en franc suisse. Enfin, un certain nombre de banques centrales de l'Eurosystème, parmi lesquelles la Banque nationale de Belgique, ont été amenées à fournir des liquidités d'urgence à certaines banques, tant en euro qu'en dollar américain.

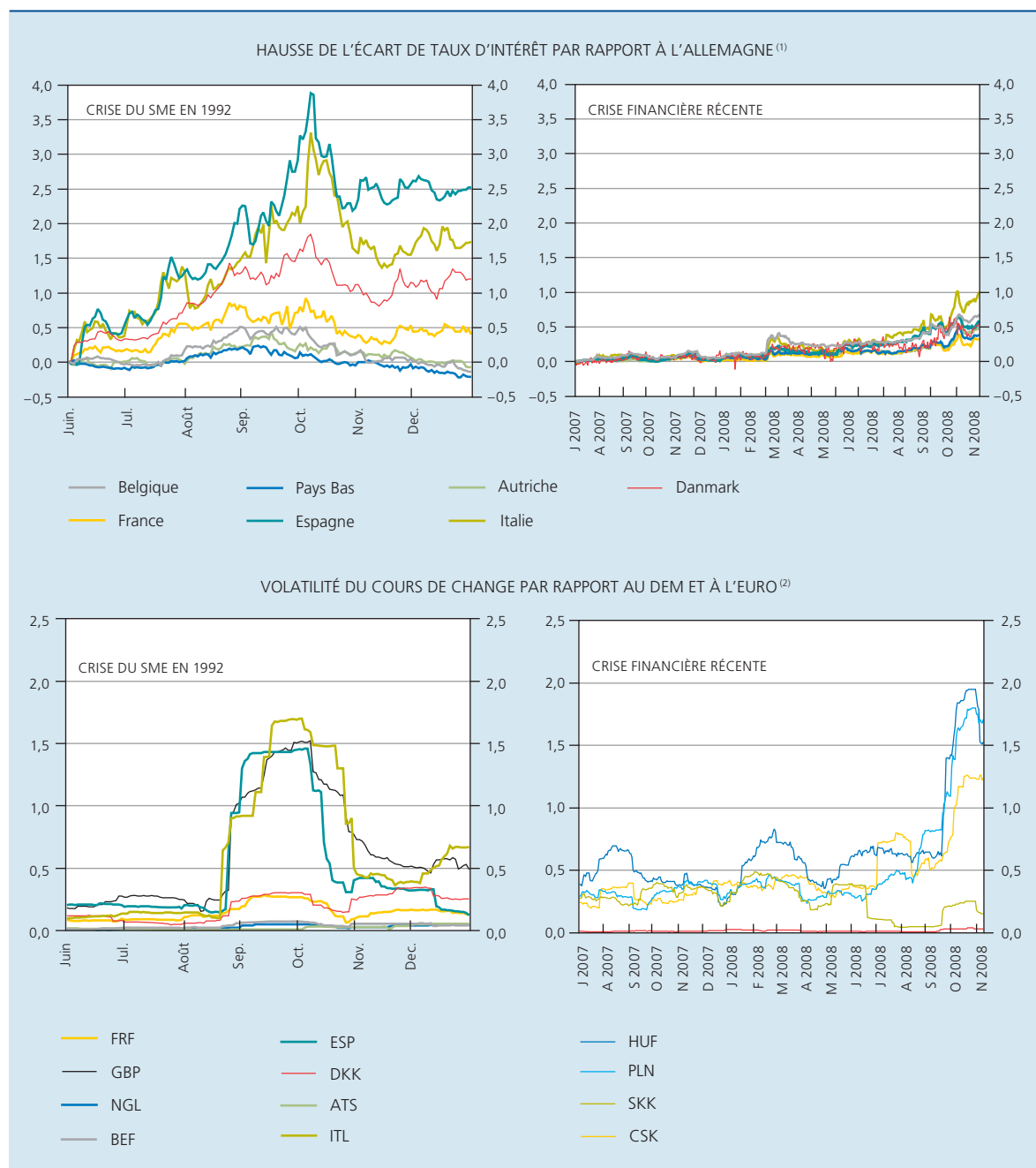
S'agissant de la détermination de l'orientation de la politique monétaire, il convient aussi de faire une distinction entre la première phase des turbulences financières et l'aggravation de la crise en septembre et octobre 2008. Dans un premier temps, ce sont les risques haussiers pesant sur la stabilité des prix en raison du renchérissement des matières premières, le risque d'effets de second tour ainsi que le dérapage des anticipations d'inflation qui ont

(1) Pour plus de détails à ce sujet, voir Aucremanne et al. (2007) et BNB (2008).



prédominé, d'autant plus qu'à ce moment-là peu de signes indiquaient que les turbulences financières auraient un grand impact sur l'économie réelle. Cette situation a incité le Conseil des gouverneurs de la BCE à relever son taux directeur de 25 points de base jusqu'à 4,25 p.c. le 3 juillet 2008. Lorsque la crise s'est aggravée en septembre 2008,

ÉVOLUTIONS DU TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME ET DU COURS DE CHANGE LORS DES PÉRIODES DE TURBULENCES FINANCIÈRES



Sources : Thomson Financial Datastream, BNB.

(1) Variation, depuis le 1er juin 1992 et le 1er juillet 2007 respectivement, de l'écart entre le taux de référence sur les obligations d'État des différents pays considérés et le rendement du Bund allemand; points de pourcentage.

(2) Écart type des variations journalières du cours de change sur une période de trente jours.

il est apparu clairement que les turbulences financières auraient de sévères répercussions sur l'économie réelle. Dès lors, les risques de hausse pesant sur la stabilité des prix ont commencé à se dissiper, en partie en raison de la chute des prix des matières premières mais aussi parce que les perspectives économiques pour la zone euro se sont rapidement détériorées. Parallèlement, les anticipations d'inflation ont également été revues à la baisse. Dans ce contexte, le taux directeur a été réduit les 8 octobre et 6 novembre, chaque fois de 50 points de base. Il convient par ailleurs de noter que la diminution du taux directeur en date du 8 octobre s'est produite en concertation et en coordination avec d'autres banques centrales. En date du 4 décembre, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de procéder à une nouvelle baisse de son taux directeur à hauteur de 75 points de pourcentage.

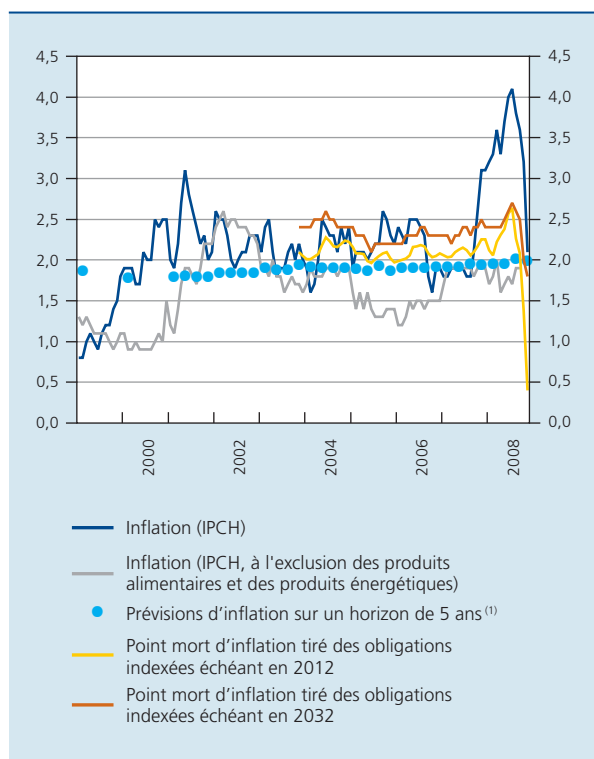
En agissant si énergiquement et – contrairement à ce qui aurait été le cas avant 1999 – de manière si uniforme pour toutes les banques de la zone euro, l'Eurosystème a pu endiguer efficacement les effets directs de la crise bancaire et éviter le pire. En outre, l'assouplissement de la politique monétaire, survenu en octobre et novembre, s'applique sans restriction aucune à tous les États membres de la zone euro, ce qui implique que le combat contre la propagation de la crise à l'économie réelle n'a pas de frontières. Dans le passé, les pays où la crédibilité de la politique monétaire était la plus entamée, étaient toujours soumis à une plus forte pression lorsque les conditions économiques et/ou financières se détérioraient sévèrement. C'était même le cas lorsque l'on pouvait en principe plutôt s'attendre à un effet symétrique. Ainsi une appréciation du mark allemand vis-à-vis du dollar américain exerçait-elle toujours une pression à la baisse sur les cours de change bilatéraux des monnaies des autres participants au SME par rapport au mark allemand et une pression à la hausse sur leur écart de taux par rapport à l'Allemagne. Lors de la crise du SME en 1992, où le mark allemand s'était alors aussi fortement apprécié face au dollar américain, l'on avait assisté à de très importants mouvements de ce type, surtout dans le cas de l'Espagne et de l'Italie. Par contre, les Pays-Bas et l'Autriche, dont la politique monétaire était de facto liée depuis longtemps à celle de l'Allemagne, n'avaient que peu été affectés, tout comme la Belgique et la France. Durant l'été 1993, le SME a encore été mis sous pression, avec des conséquences pour le franc belge et le franc français. Le graphique porte cependant sur la crise du SME de 1992 dans la mesure où son ampleur – plus importante que celle de la crise de 1993 – est particulièrement illustrative.

Etant donné l'existence de la monnaie unique, la forte appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain jusque là y a peu ainsi que la crise du crédit n'ont pas eu de répercussions sur les cours de change bilatéraux des différents pays de l'union monétaire. Le récent durcissement de la crise financière a toutefois de nouveau entraîné une hausse des écarts de taux à long terme par rapport à l'Allemagne. Vu l'ampleur du choc que doit désormais gérer le système financier, cette hausse peut toutefois être qualifiée d'assez limitée, si on la compare par exemple à la crise du SME de 1992. Ceci résulte bien entendu de la disparition de la prime de change et de l'effet positif de l'union monétaire sur la prime de défaut, si bien que les écarts actuels de taux à long terme peuvent s'expliquer en grande partie par des différences au niveau des primes de liquidité. Sans l'euro, il est en outre fort probable que non seulement les pays à inflation élevée auraient été mis sous pression, mais aussi les pays, souvent des petits États membres, dont le secteur financier est relativement important, comme les Pays-Bas, l'Irlande, la Belgique et le Luxembourg. En revanche, pour les nouveaux États membres de l'UE, l'aggravation récente de la crise du crédit a eu un impact considérable sur le cours de change et sur l'écart de taux à long terme par rapport à l'euro. Cette situation est relativement semblable à celle que l'on pouvait observer auparavant pour les pays de la zone euro. Ainsi la volatilité du forint hongrois, du zloty polonais et de la couronne tchèque s'est-elle récemment très fortement accrue, ce qui peut bien entendu être lié aux fondements sous-jacents de ces économies. Enfin, il apparaît que la couronne slovaque, étant donné l'imminente adhésion de la Slovaquie à la zone euro, n'a guère été affectée.

On peut en déduire que l'existence de l'union monétaire a empêché que les effets de la crise du crédit soient encore accentués par les tensions supplémentaires que cette crise aurait provoquées dans les différents États membres si l'euro n'avait pas été introduit.

GRAPHIQUE 2 INFLATION ET ANTICIPATIONS D'INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : BCE, CE, Thomson Financial Datastream.

(1) Enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels.

L'on pourrait à cet égard souligner le fait que l'évolution de l'IPCH hors énergie et produits alimentaires a en moyenne été inférieure à 2 p.c. Cette mesure alternative de l'inflation ne tient cependant compte que de manière asymétrique des effets de la mondialisation. Ainsi, elle fait abstraction de l'effet haussier sur les composantes énergétique et alimentaire de l'IPCH tout en incorporant l'effet baissier résultant de la réduction du coût des importations en provenance des pays à faibles coûts. Le fait que le processus de mondialisation s'accompagne de deux effets allant en sens contraire indique que celui-ci, plutôt que de déterminer l'évolution fondamentale de l'inflation, provoque surtout des variations des prix relatifs. De telles variations des prix relatifs peuvent bien sûr avoir un impact à court terme sur l'inflation, et la manifestation de cet impact peut fluctuer dans le temps, en fonction de celle des deux forces en présence qui domine l'autre à un moment donné. Même si la politique monétaire peut accommoder de tels effets de premier tour, elle façonne l'évolution ultérieure de l'inflation en ajustant la demande à l'offre de l'économie et en ancrant les anticipations d'inflation à un niveau compatible avec la stabilité des prix.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a toujours insisté sur le caractère prospectif de la politique monétaire et sur l'importance d'anticipations d'inflation solidement ancrées. Chaque fois que se profilait un risque de dérapage des anticipations d'inflation, comme au premier semestre de 2008, le Conseil des gouverneurs redoublait d'attention et, lorsqu'il le jugeait nécessaire, recourait également à l'instrument de politique monétaire afin d'ancrer ces anticipations. Dès lors, le niveau de stabilité des anticipations d'inflation a été remarquablement élevé ces dix dernières années, qu'il s'agisse des anticipations d'inflation fondées sur les enquêtes menées auprès de prévisionnistes professionnels ou de celles tirées des instruments financiers, et ce même si l'inflation s'est elle-même écartée de la limite supérieure de 2 p.c.

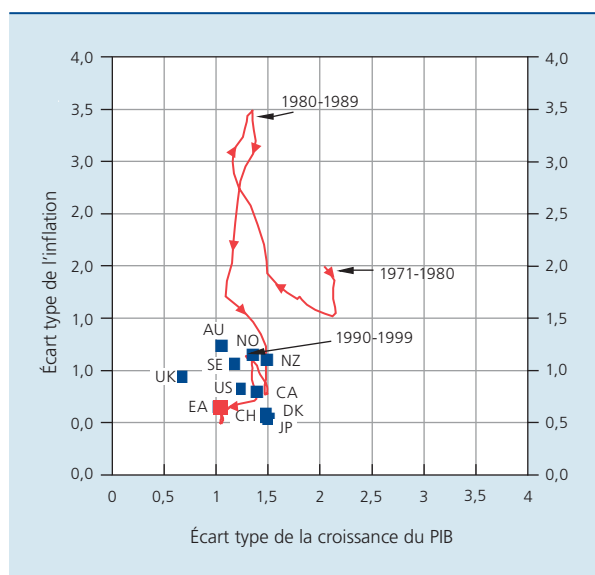
Par ailleurs, il importe également de stabiliser les anticipations d'inflation lorsque celles-ci viennent à présenter des signes non souhaités de dérive à la baisse. En mai 2003, le Conseil des gouverneurs a en effet ajouté la précision « inférieure à, mais proche de 2 p.c. » dans la définition de la stabilité des prix, introduisant ainsi une marge de sécurité en cas, notamment, de risque de déflation. Plus récemment, l'atténuation des risques haussiers pesant sur la stabilité des prix à la suite de la forte contraction de la demande provoquée par la crise du crédit a incité le Conseil des gouverneurs de la BCE à abaisser son taux directeur les 8 octobre et 6 novembre 2008, chaque fois de 50 points de base. De plus, le taux directeur a été abaissé une nouvelle fois de 75 points de pourcentage le 4 décembre, revenant à 2,50 p.c. (cf. aussi l'encadré 1). La diminution des anticipations d'inflation n'y est certes pas étrangère. Il convient toutefois de souligner que, dans les circonstances actuelles, le repli du point mort d'inflation tiré des obligations indexées surestime de manière non négligeable celui des anticipations d'inflation effective⁽¹⁾.

L'on peut se poser la question de savoir si le haut degré de stabilité des prix n'a pas été atteint au détriment de fluctuations importantes de l'activité économique. Tel ne semble pas avoir été le cas, dans la mesure où l'écart type de l'inflation et celui de la croissance réelle ont été très faibles au cours de la période 1998-2007, ce qui est le signe d'un recul généralisé de la volatilité macroéconomique. Cette dernière a été notablement plus élevée dans la zone euro dans les années 1970, 1980 et 1990

(1) Il y a lieu de préciser que la nette préférence manifestée par les investisseurs pour les actifs liquides a poussé à la baisse le rendement des obligations nominales, alors qu'elle a poussé à la hausse celui des obligations indexées. Par ailleurs, l'évolution divergente des primes de liquidité sur chacun de ces segments exerce un effet baissier sur le point mort d'inflation, lequel est indépendant des anticipations d'inflation effective. Dans des circonstances normales, l'incidence des primes de liquidité sur le point mort d'inflation est réduite et est dominée par un effet haussier imputable à la prime de risque d'inflation. L'existence d'une telle prime positive, qui peut en outre varier dans le temps, implique que la stabilité des prix n'est pas d'emblée menacée lorsque le point mort d'inflation est légèrement supérieur à 2 p.c. Cette prime explique également pourquoi le point mort d'inflation tend à être plus élevé à long terme qu'à court terme.

GRAPHIQUE 3 VOLATILITÉ MACROÉCONOMIQUE

(écarts types de la croissance du PIB et de l'inflation calculés pour la période 1998-2007 et sur des périodes mobiles de 40 trimestres pour la zone euro ; points de base)



Sources : Fagan, Henry et Mestre (2005) ; OCDE ; Thomson Financial Datastream.

que pendant les années de l'UEM. En théorie, une telle diminution de la volatilité peut être la conséquence d'une meilleure conduite de la politique monétaire, d'une baisse de la variance des chocs frappant l'économie ou d'une combinaison des deux. Ces deux éléments entraînent un déplacement vers l'intérieur de la « frontière d'efficacité », c'est-à-dire de la courbe qui, vu l'ampleur des chocs et la structure de l'économie, représente les meilleures performances macroéconomiques possibles. Il est indéniable que cette courbe se déplace vers l'intérieur à la suite de chocs de faible intensité. En passant d'une politique totalement discrétionnaire, où l'autorité monétaire a toujours et encore carte blanche, à une politique dans le cadre de laquelle l'autorité monétaire est tenue de respecter les objectifs qu'elle s'est fixés, il est possible de mieux maîtriser les anticipations d'inflation. Ces dernières deviennent ainsi un facteur de stabilisation supplémentaire, lequel est totalement inexistant lorsque la politique est purement discrétionnaire (cf. par exemple Clarida, Gali et Gertler, 1999).

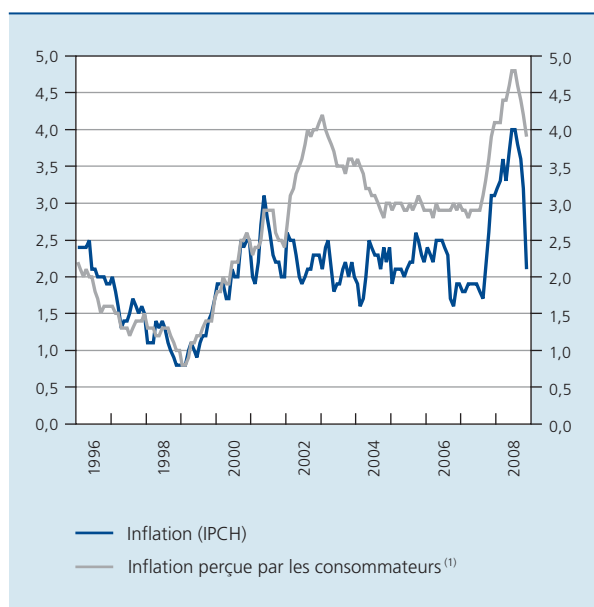
Le fait que la politique monétaire dans la zone euro repose sur une stratégie claire, à savoir une définition quantitative de la stabilité des prix et un cadre analytique où les risques pesant sur la stabilité des prix font systématiquement l'objet d'une analyse économique et monétaire, concourt au même résultat. Un tel dispositif permet de revoir l'orientation de la politique monétaire en fonction des chocs affectant l'économie, mais impose

également que cette révision s'inscrive toujours dans le cadre stratégique fixé. Il implique également que la transparence et la communication quant à la stratégie suivie et aux décisions de l'Eurosystème qui en découlent sont essentielles, et ce pas uniquement parce qu'il est de bon ton dans une démocratie qu'une institution indépendante rende des comptes. La transparence et la communication, en orientant les anticipations, concourent en outre à l'efficacité de la politique monétaire. Il n'est dès lors pas étonnant que les décisions du Conseil des gouverneurs aient toujours été abondamment commentées, ce qui a à son tour contribué à ce que les marchés financiers les anticipent mieux.

La politique monétaire n'est pas nécessairement à l'origine de ce phénomène comme en témoigne la diminution similaire de la volatilité macroéconomique observée dans d'autres économies avancées. Cela ne remet néanmoins pas entièrement en question le rôle de la politique monétaire, dans la mesure où il est probable que la conduite de la politique monétaire ait changé dans ces économies (cf. par exemple Ahmed, Levin et Wilson, 2004 à propos des sources de stabilité macroéconomique aux États-Unis). Plusieurs pays ont ainsi mis en place une stratégie de ciblage d'inflation, qui impose également un objectif clair aux banques centrales. Il convient en outre de remarquer que, entre 1998 et 2007, la stabilité macroéconomique a même été quelque peu plus élevée dans la zone euro que dans la plupart des autres économies. Les chocs qui accompagnent les turbulences qui secouent actuellement les marchés financiers constituent par ailleurs un test important pour la politique monétaire, notamment en ce qui concerne sa capacité à assurer la stabilité macroéconomique lorsque les circonstances sont moins favorables.

Il y a un sérieux bémol au succès de l'euro en matière de stabilité des prix. Depuis l'introduction des billets et pièces en janvier 2002, l'euro a souvent été associé à des hausses de prix et l'inflation perçue, telle qu'elle ressort de l'enquête auprès des consommateurs de la CE, s'est fortement écartée de l'inflation effective. Ce n'est pas que le passage à l'euro n'ait généré aucun effet à la hausse sur les prix, mais toutes les études en la matière montrent que ces hausses de prix se sont cantonnées à certains secteurs et que, *in fine*, l'effet sur le niveau général des prix a été relativement faible, puisque, d'après l'institut de statistique européen (Eurostat, 2003), il se situe selon toute vraisemblance entre 0,12 et 0,29 point de pourcentage. Un tel décalage entre l'inflation et l'inflation perçue n'avait pas été constaté à l'époque dans les pays de l'UE qui n'avaient pas adopté l'euro, à savoir le Danemark, le Royaume-Uni et la Suède. Cet écart de perception s'est en outre avéré très persistant dans la zone euro, mais, depuis

GRAPHIQUE 4 INFLATION DANS LA ZONE EURO :
RÉALITÉ ET PERCEPTION
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Source : CE.

(1) Solde des réponses à l'enquête de la CE, converti en un indicateur d'inflation comparable à l'IPCH suivant la procédure de standardisation décrite dans Aucremanne, Collin et Stragier (2007).

la mi 2007, l'inflation perçue a à nouveau tendance à évoluer parallèlement à l'inflation effective. La forte hausse de l'inflation enregistrée au second semestre de 2007 et au premier semestre de 2008 n'a en effet pas eu de répercussions disproportionnées sur l'inflation perçue, et le récent recul de l'inflation s'y reflète lui aussi de manière fidèle. Enfin, il n'y a guère de signes que ces distorsions de l'inflation perçue aient eu d'importantes conséquences sur l'évolution de la consommation privée, la formation des salaires ou les anticipations d'inflation, qui, comme on l'a signalé plus haut, sont demeurées bien ancrées après janvier 2002.

2. Politique budgétaire

Des finances publiques saines constituent l'une des conditions permettant d'atteindre la stabilité des prix et une croissance économique durable. Sur la base de cette considération, des accords ont été conclus au niveau de l'UE en vue de garantir des finances publiques saines.

Des valeurs de référence pour le solde budgétaire et la dette publique ont été intégrées dans le traité instituant la Communauté européenne. Elles ont été précisées et concrétisées dans le traité de Maastricht ratifié en 1992. Le déficit budgétaire ne peut, en principe, pas excéder

3 p.c. du PIB tandis que la dette publique ne peut pas dépasser la limite de 60 p.c. du PIB, sauf dans les cas où le taux d'endettement diminue suffisamment pour s'approcher de cette valeur de référence à un rythme satisfaisant. Seuls les États membres qui remplissaient ces critères ont pu adhérer à l'union monétaire.

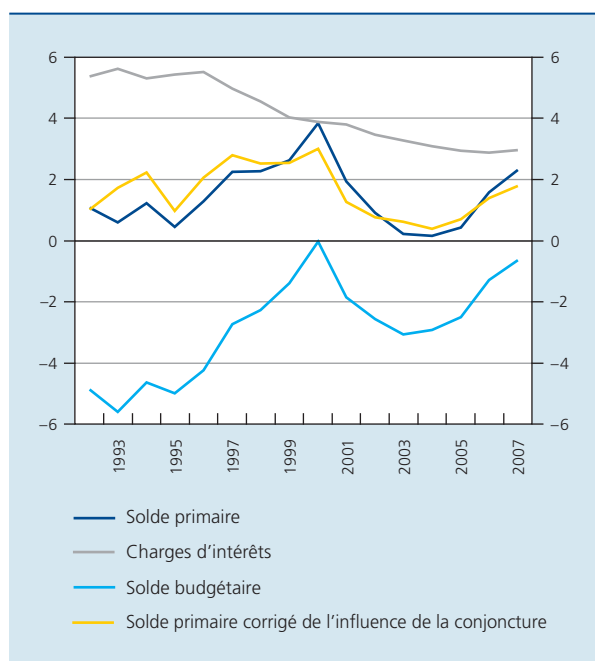
Dans le traité, en application de la procédure sur les déficits publics excessifs, a également été introduit un mécanisme de correction des écarts par rapport à ces valeurs de référence, lequel devait veiller à la poursuite de la discipline budgétaire après la création de l'union monétaire. Les règles de discipline budgétaire, ainsi que les procédures préventives et correctives qui les accompagnent, ont été complétées et précisées par le pacte de stabilité et de croissance adopté en 1997. Ainsi, les États membres devaient s'efforcer d'avoir des budgets quasiment en équilibre ou présentant un excédent à moyen terme. Depuis la réforme du pacte de stabilité et de croissance en 2005, les objectifs budgétaires à moyen terme sont différenciés afin de tenir compte de la diversité des situations des États membres. De telles positions budgétaires devraient permettre aux États membres de dégager des marges pour faire face à des fluctuations conjoncturelles normales via le fonctionnement des stabilisateurs automatiques.

2.1 Évolutions budgétaires observées avant la troisième phase de l'UEM et durant celle-ci

Les critères relatifs au solde budgétaire et à la dette publique que doivent respecter les États membres en vue de se qualifier pour faire partie de l'union monétaire ont incontestablement contribué à améliorer la situation des finances publiques. Une telle amélioration a principalement été observée à l'approche de la troisième phase de l'UEM. En effet, durant cette phase de préparation, les pays candidats ont dû consentir d'importants efforts d'assainissement en vue de satisfaire aux critères exigés. Pour les États membres qui ont adhéré à l'union monétaire en 1999, l'appréciation des critères de convergence s'est effectuée sur la base des réalisations de 1997.

Au début des années 1990, le déficit budgétaire de la quasi-totalité des onze États membres faisant partie de la première vague des pays participants était supérieur à la valeur de référence de 3 p.c. du PIB, alors qu'en 1997, tel n'était plus le cas dans aucun de ces pays. Dans les années qui ont suivi le lancement de l'euro, le solde budgétaire de la zone euro a d'abord continué de s'améliorer, pour atteindre l'équilibre en 2000. Ce résultat a pu être obtenu grâce à la situation conjoncturelle favorable observée à la fin de la décennie précédente et aux

GRAPHIQUE 5 ÉVOLUTIONS BUDGÉTAIRES DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾
 ANTÉRIEURES ET CONCOMITANTES À
 LA TROISIÈME PHASE DE L'UEM
 (pourcentages du PIB)



Source : CE.

(1) Avant 1995 sans Chypre, l'Espagne, Malte et la Slovaquie ; avant 1998 sans Chypre et Malte ; à partir de 1998 sur la base des 15 États membres appartenant actuellement à la zone euro.

produits exceptionnellement élevés qui ont résulté de la vente de licences UMTS dans différents pays (pour la zone euro 0,6 p.c. du PIB en 2000). Durant la période de faible conjoncture qui a suivi, le solde budgétaire s'est mué en un déficit (3 p.c. du PIB en 2003). Il s'en est suivi une nouvelle période de consolidation au cours de laquelle le déficit budgétaire s'est graduellement réduit, pour atteindre 0,6 p.c. du PIB en 2007.

L'amélioration du solde budgétaire de la zone euro observée depuis le début des années 1990 est très largement imputable à la diminution progressive des taux d'intérêt et à la réduction concomitante des charges d'intérêt. Au début des années 1990, les dépenses d'intérêt représentaient encore environ 6 p.c. du PIB, alors que, depuis 2005, elles s'établissent à quelque 3 p.c. du PIB.

Durant les années qui ont précédé la troisième phase de l'UEM, l'effet positif du recul des dépenses d'intérêt sur les finances publiques a été considérablement renforcé par la progression sensible du solde primaire. Corrigé de l'influence de la conjoncture, le solde primaire de la zone euro – dont l'évolution constitue un bon indicateur de

l'orientation de la politique budgétaire –, s'est accru de 2,5 p.c. du PIB au cours de la période 1992-1998. Une amélioration a ainsi été enregistrée dans la quasi-totalité des pays faisant partie de la première vague d'adhésion. Le non-respect des critères de Maastricht aurait en effet rendu la participation à l'union monétaire impossible. L'effort d'assainissement des finances publiques s'est essentiellement appuyé sur des mesures visant à augmenter les recettes.

Depuis le démarrage de la troisième phase de l'UEM, un assouplissement considérable de la politique budgétaire a été observé. En 1999 et 2000, le solde primaire de la zone euro corrigé de l'influence de la conjoncture a continué de progresser, puis il a connu une évolution en U : l'assouplissement relevé au cours de la période 2001-2004 a été suivi d'une nouvelle consolidation de la politique budgétaire. En 2007, le solde primaire corrigé de l'influence de la conjoncture était toutefois encore – quelque peu – inférieur au niveau de 1999.

2.2 Application du pacte de stabilité et de croissance

Depuis l'entrée en vigueur, il y a dix ans, du pacte de stabilité et de croissance, un certain nombre de pays sont parvenus à une situation budgétaire quasiment en équilibre ou en surplus. D'autres pays n'y sont en revanche pas parvenus. Ainsi, les objectifs contenus dans les programmes annuels de stabilité de ces pays n'ont généralement pas été atteints, notamment parce que ces objectifs reposaient sur des hypothèses macroéconomiques trop optimistes, mais aussi par manque d'efforts de consolidation, la volonté politique nécessaire faisant souvent défaut.

Il en est résulté que, durant le ralentissement conjoncturel observé au début de ce millénaire et au cours des années suivantes, les déficits budgétaires de nombreux pays de la zone euro (Allemagne, France, Grèce, Italie, Pays Bas et Portugal) ont été de manière persistante supérieurs à la norme budgétaire de 3 p.c. du PIB. Le Conseil Ecofin a décidé en conséquence de lancer contre ces pays une procédure de déficit public excessif. Aucun accord n'a pu être trouvé sur l'application concrète du mécanisme de correction devant inciter à davantage de discipline budgétaire. Le pacte de stabilité et de croissance – considéré par certains comme un carcan trop rigide – a dès lors fait l'objet de critiques, si bien qu'il a été réformé en 2005. Par cette réforme, les règles de discipline budgétaire sont devenues plus flexibles, – l'effort budgétaire peut être axé davantage sur la situation macroéconomique générale –, mais elles sont aussi devenues plus complexes et la marge

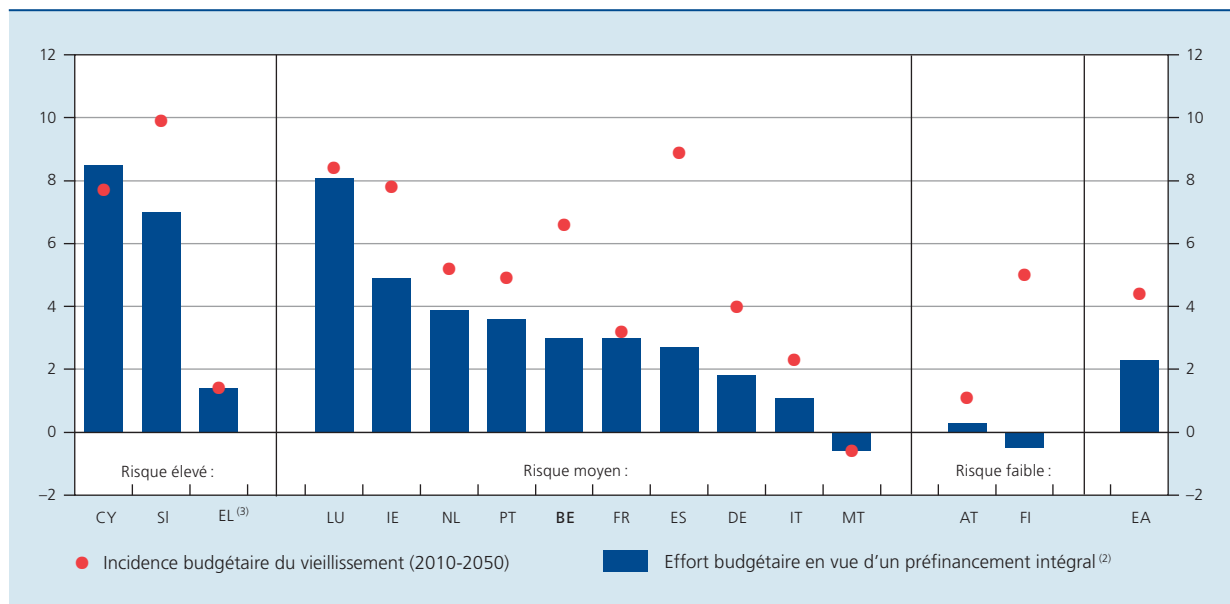
d'interprétation du Conseil Ecofin a été sensiblement élargie.

Durant les années qui ont suivi la réforme du pacte de stabilité et de croissance, tous les États membres qui présentaient un déficit excessif sont parvenus à ramener leur déficit budgétaire au-dessous de la norme de 3 p.c. du PIB. Cette amélioration s'est toutefois produite dans une période de haute conjoncture. Ce sont essentiellement les recettes publiques qui ont considérablement augmenté – grâce notamment à la perception de recettes de nature exceptionnelle. Dans certains pays, ces « bonnes années » n'ont toutefois pas suffisamment été mises à profit pour améliorer structurellement la politique budgétaire. Ainsi, de nombreux États membres n'ayant pas encore atteint leur objectif budgétaire à moyen terme n'ont pas respecté leur engagement découlant du pacte réformé, d'améliorer annuellement leur solde structurel de 0,5 p.c. du PIB. De ce fait, plusieurs de ces pays restent dangereusement proches de la norme budgétaire de 3 p.c., ce qui limite leur marge de manoeuvre et contrarie le jeu des « stabilisateurs automatiques » en cas de circonstances économiques moins favorables.

Une telle marge de manoeuvre budgétaire serait toutefois souhaitable dans le contexte de la crise financière actuelle. À cet égard, le Conseil Ecofin a d'ailleurs décidé, le 7 octobre 2008 qu'il convenait de continuer d'appliquer le Pacte de stabilité et de croissance mais en exploitant pleinement la flexibilité qu'autorisent les dispositions relatives aux circonstances exceptionnelles que la crise actuelle induit. Il est néanmoins important qu'au-delà de l'incidence de la crise, les États membres continuent à poursuivre l'objectif de finances publiques structurellement saines.

L'on ne peut pas considérer que le pacte de stabilité et de croissance ait été appliqué de manière pleinement satisfaisante au cours de ces dix dernières années. En effet, l'objectif initialement poursuivi, à savoir que tous les États membres parviennent à des situations budgétaires structurellement en équilibre ou en surplus, n'a été atteint ni dans l'ensemble de la zone euro ni dans de nombreux pays qui en font partie. La soutenabilité des finances publiques à long terme n'est dès lors pas encore acquise, compte tenu du vieillissement de la population.

GRAPHIQUE 6 SOUTENABILITÉ DES FINANCES PUBLIQUES DANS LE CONTEXTE DU VIEILLISSEMENT ⁽¹⁾
(pourcentages du PIB)



Source: CE.

(1) La répartition en catégories de risque a été proposée par la Commission européenne et confirmée par le Conseil Ecofin.

(2) Sur la base de l'indicateur de soutenabilité S2, qui mesure l'ampleur de l'ajustement permanent du solde primaire qui est nécessaire pour mettre ce dernier à niveau de telle sorte que la contrainte budgétaire intertemporelle puisse être respectée sans requérir de nouveaux ajustements par la suite (c'est-à-dire pour que la dette publique corresponde à la valeur actualisée des soldes primaires futurs).

(3) Dans le cas de la Grèce, l'indicateur de soutenabilité est calculé sur la base des coûts budgétaires du vieillissement à l'exclusion des pensions et des dépenses de soins aux personnes âgées, ce qui implique que cet indicateur sous-estime le déficit de soutenabilité.

2.3 Défis budgétaires à moyen et à long termes

Selon les estimations les plus récentes de la Commission européenne et du Comité de politique économique de l'UE, les évolutions démographiques des prochaines décennies auraient pour conséquence que les dépenses publiques liées à l'âge seraient supérieures, de 4,4 p.c. du PIB, en 2050 à leur niveau de 2010. Dans le contexte du vieillissement, il est dès lors important d'assurer la soutenabilité des finances publiques.

Pour évaluer la soutenabilité des finances publiques, la Commission européenne calcule plusieurs indicateurs. À ce titre, l'indicateur de soutenabilité S2 mesure l'ajustement permanent qui est nécessaire pour mettre à niveau le solde primaire de telle sorte que la contrainte budgétaire intertemporelle⁽¹⁾ puisse être respectée. En d'autres termes, si cet ajustement de la politique budgétaire intervient aujourd'hui, aucun nouvel ajustement ne sera plus requis par la suite, lorsque les coûts budgétaires du vieillissement se feront fortement sentir. Lorsqu'un effort budgétaire de ce type est consenti, les coûts liés au vieillissement sont donc intégralement préfinancés.

Selon l'indicateur S2, le déficit de soutenabilité a atteint, en 2007, 2,3 p.c. du PIB dans la zone euro. Cette moyenne masque néanmoins des différences importantes entre les États membres. La Commission européenne a réparti les États membres de l'UE en trois catégories de risque (élevé, moyen et faible). Cette répartition a été confirmée par le Conseil Ecofin. Il en ressort que Chypre, la Grèce et la Slovénie font face au risque de soutenabilité le plus élevé. Par contre, seuls deux pays, la Finlande et l'Autriche, affichent un risque faible de soutenabilité. Les autres pays de la zone euro, dont la Belgique, présentent un risque moyen de soutenabilité.

Afin de pouvoir relever le défi que constitue le vieillissement de la population, il convient d'élaborer une stratégie cohérente. Aboutir à des finances publiques saines, ce qui suppose la réduction progressive de la dette publique, est d'une importance capitale à cet égard. La participation accrue au marché du travail, l'augmentation de la productivité, ainsi que la réforme des régimes de pension et de santé sont aussi des éléments clés de cette stratégie.

(1) La contrainte budgétaire intertemporelle stipule que la valeur actualisée des soldes primaires futurs doit correspondre à la valeur actuelle de la dette publique.

3. L'euro, monnaie internationale et moteur de l'intégration économique

3.1 Rôle international de l'euro

L'Eurosystème ne favorise pas directement l'usage international de l'euro. Il estime en effet que l'utilisation de l'euro en dehors des frontières de l'UEM doit résulter d'un mécanisme de marché. Un rapport sur le sujet est néanmoins établi annuellement (cf. par exemple BCE, 2008b). En effet, l'usage international de l'euro peut être considéré comme un indicateur de succès et de crédibilité et il peut en outre avoir des conséquences pour les économies de la zone euro elle-même, en plus de l'impact – relativement limité – des revenus du seigneurage (Bini Smaghi, 2008). Ainsi, lors de l'analyse monétaire, il convient de ne pas négliger le rôle international de l'euro dans la mesure où les réaménagements de portefeuilles peuvent brouiller les signaux donnés par les mouvements des agrégats monétaires quant aux risques pour la stabilité des prix.

Le rapport le plus récent sur le rôle international de l'euro fait ressortir trois tendances marquantes. Tout d'abord, l'importance de l'euro sur les marchés internationaux s'est accrue depuis la création de l'UEM, bien qu'une stagnation ait été observée ces dernières années. Ainsi, l'utilisation de l'euro comme instrument de facturation des échanges commerciaux avec des pays hors zone euro a sensiblement progressé entre 2001 et 2005. La part des exportations libellées en euro a même atteint plus de 50 p.c. en 2006 pour la plupart des pays, tandis que pour les importations, la situation est plus contrastée. La part de l'euro dans les réserves de change mondiales s'est établie à quelque 25 p.c. en 2007, contre moins de 20 p.c. en 1999, avec un poids plus important dans les réserves de change des pays industrialisés que dans celles des pays en développement. La part de l'euro dans le stock de titres de créance internationaux (c'est-à-dire les titres de créance émis dans une devise autre que celle de l'emprunteur) s'est élevée à quelque 32 p.c. en 2007, alors qu'elle n'était que de 20 p.c. en 1999. Ensuite, le succès de l'euro à l'échelle internationale repose aussi sur les résidents de la zone euro, étant donné que ceux-ci détiennent une proportion importante des actifs émis en dehors de l'union monétaire mais libellés en euro. Enfin, le rôle de l'euro est concentré géographiquement autour de la zone euro. Ainsi, en 2005, la part de l'euro dans les réserves de change des pays limitrophes de la zone euro a atteint quelque 57 p.c., un pourcentage qui contraste nettement avec la moyenne mondiale précitée.

3.2 Intégration commerciale et convergence des prix

L'avènement de l'euro comme monnaie unique a sensiblement contribué à réduire les coûts du commerce transfrontalier au sein de l'union monétaire. L'euro a en effet permis de supprimer les coûts de conversion des monnaies nationales ainsi que les coûts de couverture des risques de change dans un contexte où la volatilité du cours de change et l'incertitude liée à celui-ci s'étaient dissipées. La diminution des coûts de transaction associés au commerce international ont, toutes autres choses restant égales, exercé un effet positif sur le volume de celui-ci. Appartenir à une union monétaire a cependant une incidence plus importante que celle que l'on pourrait attendre des deux seuls facteurs précités, comme l'illustre l'article particulièrement innovateur de Rose (2000). Cet auteur suggère que deux pays faisant partie d'une union monétaire font jusqu'à trois fois plus de commerce, que deux pays ne partageant pas de monnaie commune. Quoique les effets estimés par Rose aient été jugés relativement élevés dans des études ultérieures, il s'avère que la création d'une union monétaire tend effectivement à doper le volume des échanges commerciaux au sein de celle-ci. En effet, en adhérant à une union monétaire, chaque autorité nationale prend un engagement à long terme qui peut inciter les entreprises à se tourner davantage vers le marché international.

Les nombreuses études qui analysent l'incidence de l'euro sur le commerce international livrent une grande diversité de résultats car elles s'appuient sur des données et des techniques économétriques très différentes. Un consensus se dégage toutefois sur le fait que l'introduction de l'euro a probablement exercé un effet positif sur les échanges commerciaux à l'intérieur de l'UEM, certaines estimations atteignant même 10 p.c. Berger et Nitsch (2008) n'observent aucun effet significatif de l'avènement de l'euro sur le commerce bilatéral dans la zone euro, dans la mesure où l'intégration commerciale en Europe est un processus progressif qui est en cours depuis quelques décennies. En effet, des facteurs autres que la simple introduction de l'euro, tels que la libéralisation progressive des marchés des biens et des services dans le cadre du marché unique, ont également favorisé l'intégration commerciale, de sorte qu'il est difficile d'identifier un effet « euro » univoque.

Plus récemment, les études (cf. par exemple Muûls et Pisu, 2007) se sont surtout intéressées à la question de savoir *comment* l'euro a influencé le commerce plutôt que *quel pourcentage* de commerce supplémentaire a été créé. Elles font apparaître le fait que l'euro a principalement contribué à réduire les coûts fixes à l'exportation, de sorte

que pour les entreprises moins grandes et moins productives, il devient également intéressant d'exporter. Il en résulte donc un élargissement de la gamme des produits offerts plutôt que du volume de ceux-ci, et s'en suit donc un accroissement du bien-être pour les consommateurs qui apprécient de disposer d'un choix de produits plus étendu.

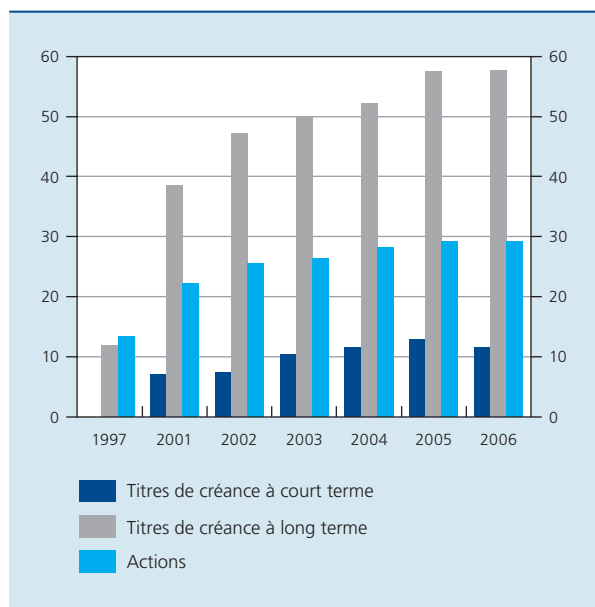
Grâce à l'intégration commerciale accrue, les prix dans la zone euro se sont caractérisés par une forte convergence, laquelle a toutefois essentiellement été réalisée, selon la plupart des études, avant l'avènement de l'euro (cf. notamment Rogers, 2007), à savoir aux alentours de 1993. La dispersion des prix des biens (tant marchands que non marchands) est plus faible dans la zone euro que dans l'UE. En revanche, la dispersion des prix est assez semblable dans la zone euro et aux États-Unis en ce qui concerne les biens marchands tout en étant plus réduite en ce qui concerne les biens non marchands. La convergence précoce des prix est le signe que, comme dans le cas de l'intégration commerciale, d'autres développements, tel que l'harmonisation des régimes fiscaux et de moins grandes différences dans la conduite de la politique monétaire des pays de la future union monétaire, avaient déjà favorisé la convergence des prix avant même l'introduction de l'euro.

3.3 Intégration financière

L'union monétaire ne pourra être considérée comme un succès durable que lorsque l'ensemble des marchés financiers nationaux auront atteint un degré élevé d'intégration. Si un système financier fortement intégré contribue à renforcer l'efficacité des systèmes de paiement au sein de l'union monétaire et stimule la concurrence dans le domaine des services financiers, il présente également des avantages sur le plan macroéconomique. En effet, il permet une transmission plus efficace et cohérente de la politique monétaire commune, de sorte que celle-ci a moins d'effets asymétriques dans les États membre de l'UEM. De plus, les ressortissants de l'union monétaire peuvent répartir plus judicieusement les risques et sont en mesure de mieux allouer leurs excédents et déficits d'épargne. De fait, dans une union monétaire présentant un degré élevé d'intégration financière, les habitudes de consommation ne doivent pas systématiquement être adaptées en réaction à des chocs idiosyncrasiques puisqu'il est possible de neutraliser l'incidence de ces chocs par le biais des marchés financiers internationaux (principe du *risk sharing*). Même si l'intégration financière transfrontalière concourt *a priori* à accroître le bien-être et est dès lors souhaitable, elle comporte également un danger en ce sens qu'elle amplifie les risques de

GRAPHIQUE 7 DÉTENTION TRANSFRONTALIÈRE DE VALEURS MOBILIÈRES DANS LA ZONE EURO

(part de la détention transfrontalière de valeurs mobilières émises par des résidents de la zone euro dans l'ensemble du portefeuille ; pourcentages)



Source : BCE.

contagion financière. Les turbulences qui ont récemment exposé plusieurs banques, et donc indirectement nombre de consommateurs, aux difficultés rencontrées par des acteurs ou des filiales à l'étranger, en constituent un exemple des plus actuels.

La proportion de ressortissants de la zone euro détenant des actifs émis dans d'autres pays de la zone euro n'a cessé de s'accroître depuis la création de l'union monétaire. Cette diversification a particulièrement touché les titres de créance à long terme : en 2006, plus de la moitié du portefeuille de valeurs mobilières détenu par les ressortissants de l'UEM était constitué d'actifs émis dans d'autres États membres de l'UEM, alors que cette proportion ne s'élevait encore qu'à 13 p.c. en 1997. Depuis l'avènement de l'union monétaire, l'allocation des actions est géographiquement plus diversifiée, même si elle reste bien plus limitée que celle des titres de créance à long terme ; dans le cas des titres de créance à court terme, les investisseurs se tournent en revanche plus volontiers vers le marché national.

L'état actuel de l'intégration financière dans la zone euro varie fortement selon le segment de marché concerné. De plus, les marchés dont les liens avec la politique monétaire sont les plus forts et qui sont dotés de l'infrastructure la moins fragmentée se caractérisent par une intégration plus marquée.

Le marché monétaire présente donc un degré très élevé d'intégration, qu'il doit notamment à des initiatives de l'Eurosystème, comme la mise en place d'un système de règlement pour les paiements interbancaires (TARGET) et d'un système permettant l'utilisation transfrontalière de garanties dans le cadre des opérations d'*open market* menées par l'Eurosystème (MBCC). La faiblesse des écarts de taux d'intérêt sur le marché interbancaire en blanc (c.-à-d. sans mises en garantie sous-jacentes) entre les États membres témoigne du degré élevé d'intégration de ce marché, même si des progrès peuvent encore être accomplis dans d'autres segments du marché monétaire, comme celui des titres de créance à court terme. Cependant, depuis l'émergence des turbulences financières en août 2007, les taux du marché monétaire des différents pays membres de l'UEM ont présenté des écarts toujours plus larges. Depuis l'intensification de la crise financière en septembre et octobre 2008 l'activité sur le marché interbancaire est presque paralysée. Cette évolution découle davantage d'une modification de la perception des risques par les banques dans chaque État membre que d'un revirement dans le processus d'intégration du marché monétaire. Du reste, d'autres marchés monétaires dont ceux des États-Unis ou du Royaume-Uni, ont enregistré des développements semblables.

Les écarts de rendement des obligations publiques de plusieurs États membres se sont nettement élargis ces derniers mois, en raison de différences en matière de primes de liquidité et, dans une moindre mesure, de primes de risque. Le creusement de ces écarts n'est pas symptomatique d'un recul du processus d'intégration et le marché des obligations d'État présente toujours un degré particulièrement élevé d'intégration. Dans le cas du marché des obligations d'entreprise, le processus est néanmoins entravé par la coexistence de plusieurs infrastructures de compensation et de règlement. L'absence de cadre commun pour la liquidation des transactions se ressent également sur les marchés des actions, où, en dépit d'une légère progression du processus d'intégration, l'existence de différents systèmes de compensation et de règlement entraîne les prix des transactions transfrontalières nettement à la hausse. Aussi, la mise en œuvre de TARGET2-Securities, dont l'objectif est de créer une plate-forme commune pour le traitement des transactions, constitue une condition *sine qua non* pour poursuivre l'intégration des marchés des obligations et des actions.

À la différence des marchés de gros et des marchés de capitaux, le marché de détail se caractérise par une fragmentation élevée. Ce sont les acteurs nationaux qui dominent les marchés locaux, si bien que la concurrence y est relativement limitée et que les taux d'intérêt appliqués à

des produits pourtant comparables varient fortement d'un pays à l'autre. Ainsi, la dispersion des taux des crédits à la consommation s'est sensiblement accrue depuis 2003, l'écart type atteignant désormais quelque 135 points de base. Si la dispersion des taux des prêts hypothécaires est nettement moindre, l'écart type y relatif affichait encore 30 points de base après avoir manifesté une légère convergence depuis 2003. Le fait que les produits sous-jacents ne présentent pas une homogénéité totale entre pays permet d'expliquer partiellement ces divergences, ce qui trahit également la grande fragmentation qui caractérise le marché de détail.

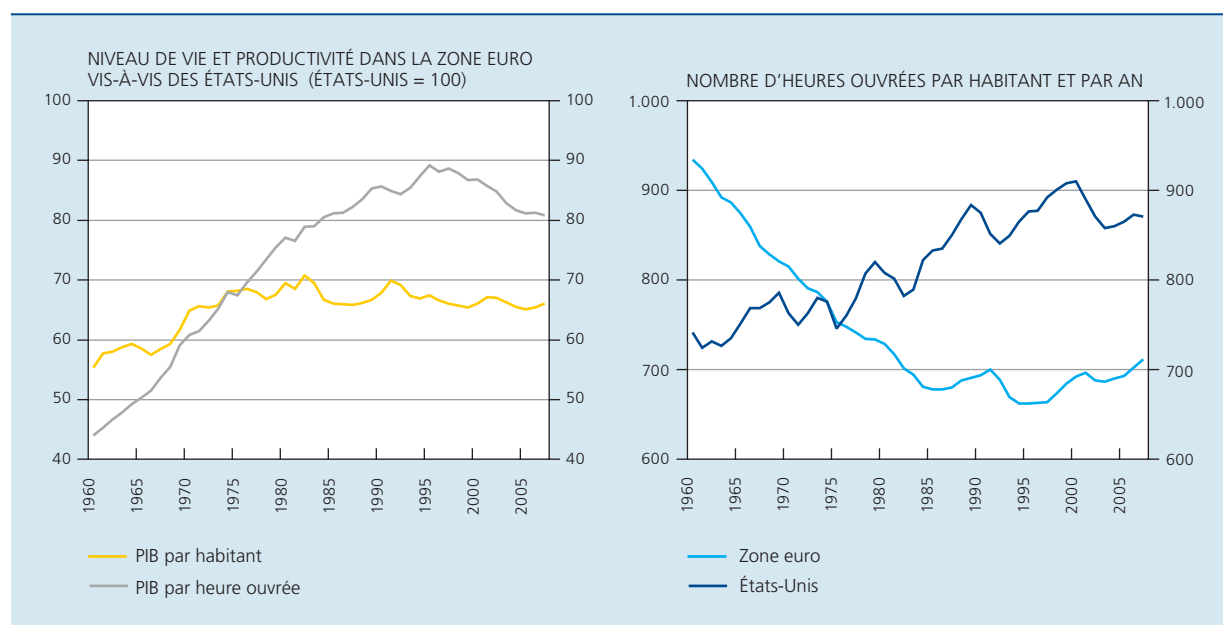
Bien que la création de l'espace unique de paiements en euro (SEPA) en 2008 ait levé un obstacle de taille pour les banques ayant des activités transfrontalières, d'autres écueils demeurent sur la voie de l'intégration du marché de détail. En effet, eu égard aux différences que présentent les législations en vigueur – notamment en ce qui concerne le marché du crédit hypothécaire, particulièrement important pour les banques de détail –, les banques éprouvent davantage de difficultés à proposer des services financiers au delà de leurs frontières nationales. La crise financière actuelle peut néanmoins constituer un catalyseur favorisant la standardisation des règles encadrant le marché de détail. À titre d'exemple, une harmonisation des systèmes de garantie des dépôts au sein de l'UEM pourrait lever cette entrave à la concurrence et stimuler ainsi les activités internationales.

De surcroît, la proximité avec la clientèle joue un rôle de premier plan sur le marché de détail, de sorte que les fusions et rachats transfrontaliers constituent un moyen non négligeable de parvenir à un degré élevé d'intégration. En raison des différences observées en matière de législation, les banques éprouvent cependant plus de difficultés à procéder à de telles opérations et la concurrence sur le marché européen demeure dès lors limitée. En outre, les autorités nationales manifestent parfois une certaine réticence, généralement tacite, à l'égard de ces opérations. Parallèlement, la constitution de groupes bancaires transfrontaliers nécessite une harmonisation de la surveillance du secteur bancaire, de préférence à l'échelle européenne, nécessité encore renforcée par les turbulences qui affectent actuellement les marchés financiers.

4. La croissance potentielle en berne, frein au développement du niveau de vie

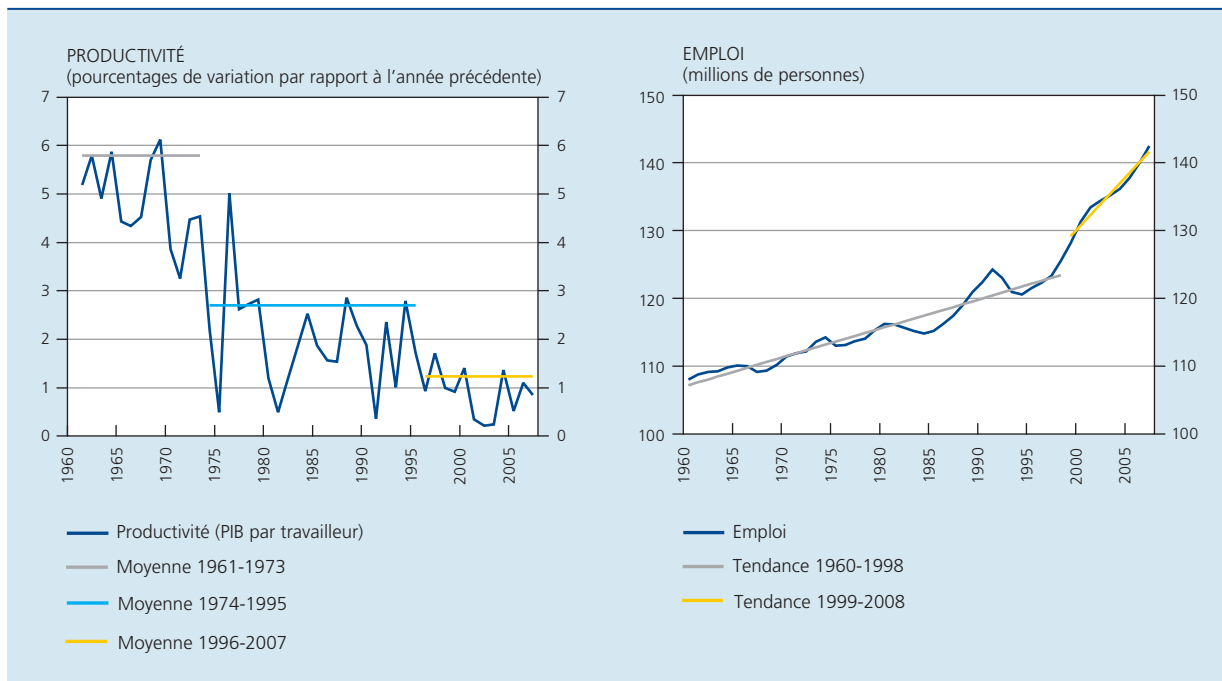
Le niveau de vie dans la zone euro est sensiblement inférieur à celui atteint aux États-Unis ou dans les pays scandinaves. Cette situation a peu évolué depuis l'avènement de l'union monétaire. Ainsi, le PIB par habitant corrigé des variations de pouvoir d'achat de la zone euro est inférieur de quelque 35 p.c. à celui des États-Unis. Cet écart s'élève à 20 p.c. par rapport aux pays scandinaves. La différence

GRAPHIQUE 8 NIVEAU DE VIE, PRODUCTIVITÉ ET NOMBRE D'HEURES OUVRÉES PAR HABITANT ET PAR AN



Sources : The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, Total Economy Database (septembre 2008).

GRAPHIQUE 9 PRODUCTIVITÉ ET EMPLOI DANS LA ZONE EURO



Sources : The Conference Board and Groningen Growth and Development Centre, Total Economy Database (septembre 2008).

est cependant nettement moins prononcée en ce qui concerne la productivité, mesurée par le PIB par heure ouvrée. Un sérieux mouvement de rattrapage tendanciel a en effet permis de ramener l'écart de productivité vis-à-vis des États-Unis à un peu plus de 10 p.c. en 1995. La productivité a toutefois progressé moins rapidement dans la zone euro qu'aux États-Unis après 1995.

L'écart important en termes de PIB par habitant et de productivité dans la zone euro souligne le rôle clé joué par le nombre d'heures ouvrées par habitant dans l'évolution du niveau de vie européen. Ce nombre a en effet constamment diminué dans la zone euro, même si un renversement de tendance s'est opéré en 1995. Aux États-Unis, par contre, le nombre d'heures ouvrées par habitant a continué d'augmenter jusqu'il y a peu. Cette différence pourrait témoigner d'une préférence structurelle accrue pour les loisirs en Europe (Blanchard, 2004). Ce point de vue semble être corroboré, dans une certaine mesure, par le recul constant du nombre d'heures ouvrées par travailleur en Europe, alors que ce n'est plus le cas depuis 1980 aux États-Unis. Il convient toutefois de noter que la réduction du nombre d'heures ouvrées est imputable non seulement à la durée du travail, mais aussi au nombre de travailleurs dans la population. La question se pose en outre de savoir si la préférence accrue pour les loisirs est véritablement structurelle, c'est-à-dire solidement ancrée

dans les habitudes européennes. La propension moindre à travailler peut en effet également s'expliquer par le fait que de nombreux facteurs, tels qu'une pression fiscale et parafiscale élevée sur le travail ou des caractéristiques institutionnelles de l'organisation du travail, pèsent à la fois sur l'offre de travail (parce que travailler plus n'est pas suffisamment valorisé) et sur la demande de travail (parce que le facteur de production travail est cher).

Le nombre d'heures ouvrées par habitant a toutefois crû dans la zone euro à partir de la seconde moitié des années 1990. L'incidence de la création particulièrement soutenue d'emplois, certainement durant la période d'union monétaire, a largement dépassé celle du nouveau recul de la durée du travail. Plus de 15 millions d'emplois ont été créés dans la zone euro depuis l'avènement de l'union monétaire, grâce notamment à des réformes structurelles sur le marché du travail et à des évolutions salariales modérées. Ceci démontre qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix ne constitue pas un obstacle à la création d'emplois. Cette réussite en matière d'emplois a peut-être pour corollaire un moindre développement de la productivité. Ainsi, la productivité par travailleur a progressé de 1,2 p.c. en moyenne au cours de la période 1997-2007. Ce pourcentage est non seulement inférieur à celui enregistré auparavant, mais il s'inscrit également en retrait par rapport à la croissance de la productivité

aux États-Unis, laquelle s'est établie à 2,1 p.c. durant la même période. En effet, la mobilisation accrue d'une main-d'œuvre, majoritairement peu qualifiée, non active précédemment a, toutes autres choses restant égales, exercé un effet baissier sur la productivité moyenne. Par ailleurs, des études révèlent que le ralentissement relatif de la productivité est presque exclusivement imputable aux secteurs produisant des TIC et davantage encore aux secteurs recourant aux TIC, plus particulièrement le commerce et les services financiers (Van Ark et al., 2003). Un recours étendu et efficace aux TIC dans la zone euro peut être freiné par des rigidités structurelles, comme un marché du travail peu flexible et des obstacles à l'accès au marché. C'est pourquoi il convient d'adopter de nouvelles mesures renforçant la concurrence et améliorant le fonctionnement des marchés. Tel est surtout le cas pour le secteur des services. Ces mesures concourraient également à la poursuite de l'approfondissement du marché unique.

Afin de renforcer le potentiel productif de l'UE, le Conseil européen a lancé en 2000 la stratégie de Lisbonne qui met en avant la nécessité de réformes structurelles en Europe. Relancée en 2005 au terme d'une évaluation approfondie, cette stratégie met l'accent sur deux éléments qui sont indispensables à une hausse durable du niveau de vie, à savoir la participation au marché du travail et la croissance de la productivité. C'est la raison pour laquelle une série d'objectifs concrets ont été fixés, lesquels doivent être atteints à l'horizon 2010. Ainsi, le taux d'emploi (défini par rapport à la population en âge de travailler) doit être porté à 70 p.c. Bien que, comme il a été indiqué ci-avant, le taux d'emploi ait fortement progressé depuis l'avènement de l'union monétaire, l'écart par rapport à l'objectif fixé est encore de quelque 4 points de pourcentage. Un objectif a également été défini pour les dépenses de recherche et de développement, à savoir 3 p.c. du PIB. Dans les faits, ces dépenses sont aujourd'hui inférieures à 2 p.c. du PIB dans la zone euro et cet écart ne s'est pas réduit ces dernières années. Elles sont nettement plus élevées aux États-Unis mais également en Suède et en Finlande où elles ont atteint respectivement 3,73 et 3,45 p.c. du PIB en 2006.

Au total, les progrès accomplis ces dix dernières années en matière de réformes structurelles ont été insuffisants, et ce nonobstant la progression indéniable de la participation au marché du travail et de l'emploi. Le potentiel de croissance de la zone euro n'a de ce fait pas été assez soutenu. De nouveaux efforts doivent dès lors être consentis pour réaliser d'ici 2010 les objectifs fixés. Ceci pourrait alléger les défis budgétaires liés au vieillissement. En outre, des réformes axées sur l'accroissement de la flexibilité des prix et des salaires peuvent concourir à un

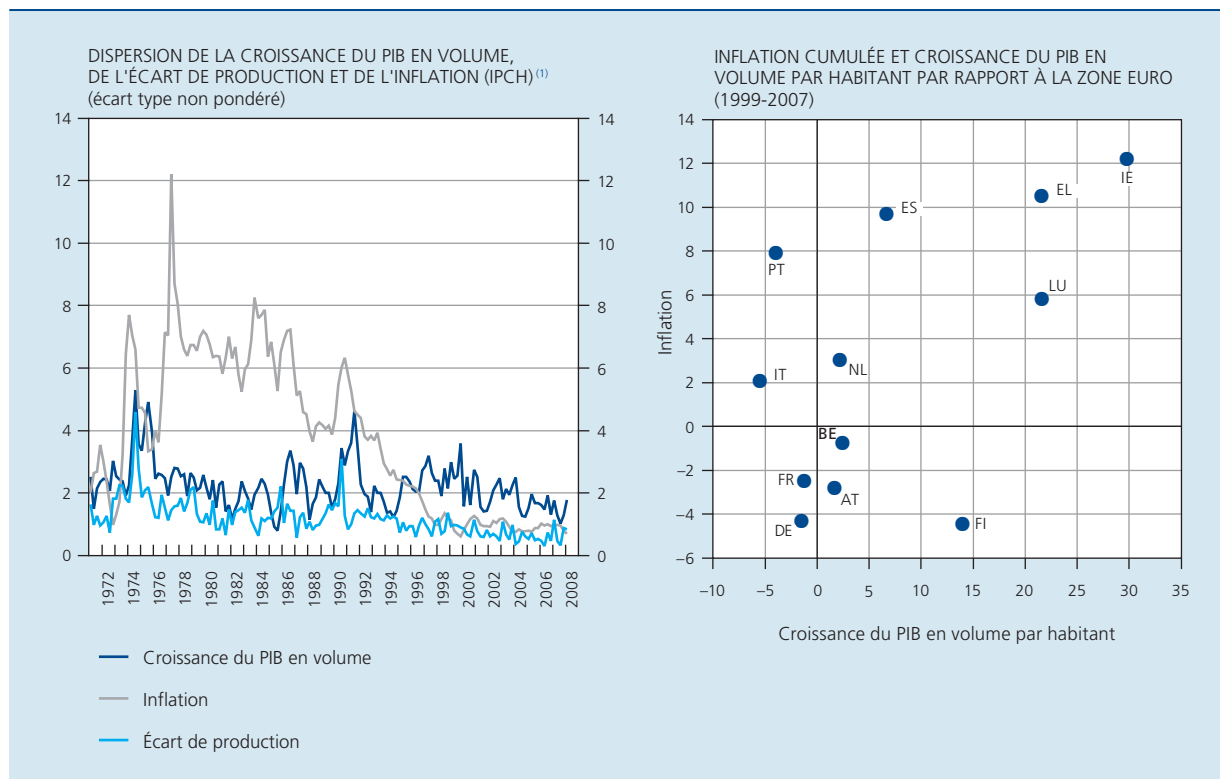
meilleur fonctionnement des mécanismes d'ajustement dans une union monétaire (cf. le chapitre suivant). Le repli conjoncturel actuel ne rend en aucun cas ce programme de réformes moins prioritaire et ne peut servir d'excuse pour ne pas s'y atteler.

5. Les pays de la zone euro, unis et pourtant différents

Les différences en matière de développement économique qui séparent les États membres de l'UEM ont d'emblée été au centre de toutes les attentions. En effet, d'aucuns sont d'avis qu'une même politique monétaire (*one size fits all*) peut ne pas convenir à tous les États membres de l'UEM, en cas de forte hétérogénéité entre ceux-ci. Les États membres ne peuvent plus utiliser leurs propres politique monétaire et cours de change pour corriger des évolutions économiques indésirables. L'affirmation selon laquelle ils perdent ainsi un instrument de politique monétaire efficace n'est évidemment vraie que dans la mesure où le cours de change n'est pas en soi une source de volatilité indésirable. Or, l'encadré 1 démontre que ce fut parfois le cas dans le passé, surtout en situation de crise. Il semble dès lors que la politique monétaire unique soit un avantage plutôt qu'un handicap dans la crise financière d'une acuité peu commune que l'on traverse aujourd'hui.

Depuis 1999, les écarts d'inflation et de croissance entre les pays de la zone euro sont relativement faibles dans une perspective historique. Tel est surtout le cas des écarts d'inflation dont l'amenuisement montre l'ampleur de la convergence nominale qu'a entraînée l'union monétaire. Durant celle-ci, la dispersion de l'inflation n'a plus diminué, mais des études ont révélé que les écarts d'inflation dans la zone euro sont d'une ampleur comparable à ceux observés entre les différentes régions des États-Unis (Angeloni et Ehrmann, 2005). Le profil des écarts de croissance est moins clair. La dispersion de l'écart de production – défini comme la différence entre le PIB observé et le PIB potentiel – a tendance à se réduire depuis les années 1970, ce qui est le signe que les différences de position dans le cycle conjoncturel se sont atténuées et que celui-ci tend à être de plus en plus synchronisé entre les différents pays, facilitant en principe la conduite de la politique monétaire. Il n'en reste pas moins que l'ampleur des écarts de croissance est considérable, même si un certain resserrement a été observé ces dernières années. Les écarts de croissance tendancielle ou potentielle, sans doute imputables à des facteurs structurels, semblent par conséquent être importants. Ce constat est conforme à l'observation selon laquelle certains pays présentent, de manière persistante, une inflation et une croissance

GRAPHIQUE 10 ÉCARTS DE CROISSANCE ET D'INFLATION DANS LA ZONE EURO



Sources : OCDE, Thomson Financial Datastream.
 (1) Écart de production sur la base du filtre Hodrick-Prescott.

économique supérieures ou inférieures à la moyenne. Ceci se reflète notamment dans les écarts d'inflation et de croissance cumulés élevés de la période 1999-2007. La croissance et l'inflation en Espagne, en Irlande et en Grèce étaient de manière persistante supérieures à celles enregistrées dans l'ensemble de la zone euro, tandis que la situation inverse était observée en Allemagne. Les économies italienne et portugaise étaient caractérisées par une combinaison défavorable d'inflation plus élevée mais de croissance moins soutenue que la moyenne. La Belgique s'est, quant à elle, peu écartée de la moyenne de la zone euro, tant pour l'inflation que pour la croissance, au cours de la période 1999-2007 (cf. également l'encadré 2).

Les écarts de croissance et d'inflation au sein d'une union monétaire ne sont toutefois pas nécessairement problématiques. Ainsi, plusieurs pays de la zone euro présentaient initialement un faible niveau de PIB par habitant, ce qui les plaçait dans une phase de rattrapage ou de convergence réelle. Tel fut le cas de la Grèce, de l'Irlande, de l'Espagne et du Portugal. Il est dès lors normal et même souhaitable de constater qu'il y a des différences notables dans la progression de la productivité entre le

secteur des biens marchands et celui des biens non marchands et que ces différences, qui sont propres au processus de convergence réelle, engendrent des écarts d'inflation positifs considérables dans ces pays. L'inverse vaut en principe pour l'Allemagne ainsi que pour d'autres pays présentant un PIB par habitant élevé, comme la Belgique. L'ampleur de ce type d'écarts de croissance et d'inflation devrait diminuer à mesure que progresse la convergence réelle. Mais ceux-ci pourraient à nouveau se creuser si les nouveaux États membres de l'UE adoptent l'euro avant d'avoir atteint un degré suffisamment élevé de convergence réelle. Cet effet, dit de Balassa-Samuelson, n'explique que partiellement les écarts persistants dans la zone euro, notamment parce que les différences dans la tendance affichée par la productivité ne sont pas proportionnelles aux écarts d'inflation relevés. Le Portugal, par exemple, n'a plus enregistré de croissance soutenue au cours de la période 1999-2007, mais bien une inflation plus élevée.

Il est difficile d'éviter que ne subsistent certaines divergences, étant donné qu'il est impensable que les États membres de la zone euro ne soient pas affectés par des chocs asymétriques et que des chocs communs peuvent

aussi avoir, dans certains cas, des effets plus ou moins asymétriques selon les spécificités structurelles des États membres, par exemple en termes de dépendance au pétrole, de degré d'ouverture ou de composition géographique du commerce extérieur. Tous ces éléments peuvent engendrer des écarts de croissance et d'inflation de nature plus cyclique. En principe, leur ampleur doit avoir diminué, compte tenu de la synchronisation plus grande des cycles économiques des États membres de la zone euro. Des différences plus cycliques ont néanmoins joué un rôle, comme en Allemagne, aux Pays-Bas, en Espagne et en Irlande. Il n'est toutefois pas toujours aisé de distinguer la part qui est de nature cyclique de celle liée à la convergence réelle, étant donné que les deux présentent les mêmes caractéristiques apparentes, les écarts de croissance et d'inflation allant dans la même direction. Il semble par ailleurs que ces divergences aient été gonflées par des facteurs qui sont spécifiques aux premières années de l'union monétaire. Ainsi, l'Allemagne a adhéré à l'union monétaire avec un sérieux handicap en matière de compétitivité, tandis que les Pays-Bas se trouvaient dans la situation inverse. Dans des pays comme l'Espagne et l'Irlande, la demande a été fortement stimulée au cours des premières années de l'union monétaire car l'effet de la convergence des taux mentionnée ci-avant y était le plus marqué. En effet, la disparition des primes de risque et la baisse des taux d'intérêt à long terme stimulent non seulement la croissance potentielle par le biais de la baisse du coût du capital, mais exercent aussi un effet soutenu et quasiment immédiat sur la demande intérieure, plus particulièrement sur le marché de l'immobilier.

De telles divergences ne devront en principe pas persister pour autant que les mécanismes d'ajustement agissent rapidement. De plus, les écarts d'inflation peuvent, dans certains cas, refléter le fonctionnement d'un mécanisme d'ajustement. En effet, les écarts d'inflation conduisent, dans une union monétaire, à des variations comparables du cours de change effectif réel par rapport aux autres États membres. Une surchauffe de l'économie est dès lors contrecarrée par une perte de compétitivité, tandis qu'un faible niveau d'inflation devrait améliorer la compétitivité des pays dont les performances sont plus modestes. Ce mécanisme d'équilibrage fonctionnera d'autant mieux que règne une flexibilité des salaires et des prix dans les États membres de l'union monétaire, étant donné qu'elle permet un ajustement relatif plus rapide entre les pays. Une plus grande flexibilité des salaires et des prix peut à court terme mener à un accroissement des écarts d'inflation, mais contribue à réduire les écarts de croissance ainsi que la persistance des écarts d'inflation. Les résultats de l'*Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN)* indiquent que l'adaptation des prix dans la zone euro est moins

fréquente qu'aux États-Unis (cf. notamment Dhyne et al., 2006 et Álvarez et al., 2006), ce qui témoigne d'un degré élevé de rigidité des prix dans la zone euro. Les résultats de l'*Eurosystem Wage Dynamics Network* font état d'un degré élevé de rigidité des salaires, même si les travaux de ce réseau sont encore en cours. Tous ces éléments soulignent la lenteur des mécanismes d'ajustement et la nécessité d'œuvrer à une formation des salaires et à une fixation des prix adéquates prenant dûment en compte les fondamentaux sous-jacents.

De plus, le canal de la compétitivité esquissé ci-avant peut être contrecarré par celui du taux d'intérêt réel, lequel fonctionne en sens inverse. Ce dernier canal renvoie au fait que, en cas de taux d'intérêt nominal commun, le taux d'intérêt réel est plus bas (plus élevé) dans les pays à forte croissance (à faible croissance) sous l'effet du niveau plus élevé (plus bas) de l'inflation. Il tend à favoriser une certaine persistance des écarts observés et à freiner la convergence. Bien que le canal du taux d'intérêt réel puisse à court terme dominer le canal de la compétitivité, ce dernier doit en principe rependre le dessus après un certain temps. Un écart d'inflation d'une ampleur donnée peut certes exercer un effet persistant sur le taux d'intérêt réel, mais celui-ci est peu susceptible d'augmenter au fil du temps. Ce même écart d'inflation a en revanche une incidence cumulative sur la compétitivité, si bien que le canal de la compétitivité se renforce au fil du temps.

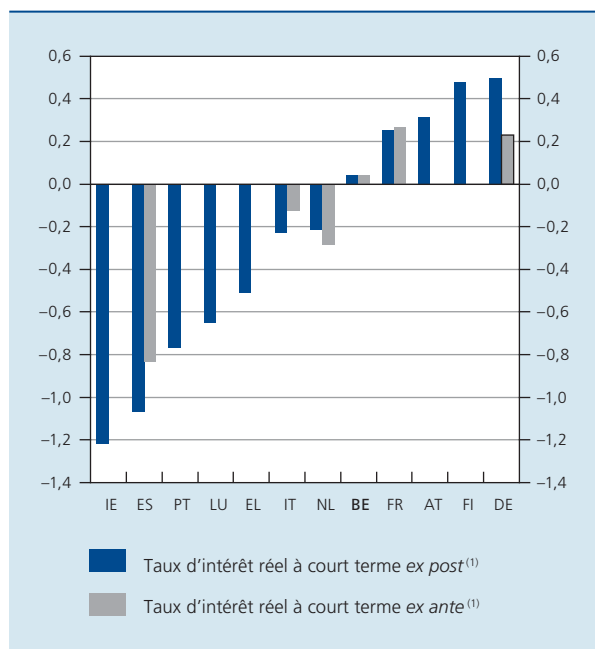
La politique budgétaire peut aussi réduire les divergences au sein de la zone euro. Le respect du pacte de stabilité et de croissance peut à cet égard jouer un rôle. En effet, à mesure que la soutenabilité des finances publiques est mieux assurée, des marges se dégagent pour laisser agir les stabilisateurs automatiques. Enfin, le mécanisme de partage des risques décrit ci-avant peut également atténuer l'incidence des divergences. Ceci réduit en principe la nécessité de compter sur le bon fonctionnement des autres mécanismes d'ajustement ou sur l'intervention des autorités nationales. De récentes données empiriques font état d'une hausse considérable du partage des risques (Giannone et Reichlin, 2006), ce qui illustre l'importance de l'intégration des marchés financiers dans la zone euro.

Le fonctionnement du canal du taux d'intérêt réel et du canal de la compétitivité est décrit ci-dessous.

C'est surtout en Espagne et en Irlande que le canal du taux d'intérêt réel a joué un rôle non négligeable, du moins lorsqu'il est mesuré au moyen du taux d'intérêt réel à court terme *ex post*. À cela s'ajoute aussi le fait que c'est dans ces pays que le taux d'intérêt réel a

GRAPHIQUE 11 TAUX D'INTÉRÊT RÉEL À COURT TERME

(écart moyen vis-à-vis de la zone euro au cours de la période 1999-2007, points de pourcentage)



Sources : Consensus Economics, OCDE.

(1) Les taux d'intérêt réels ex post et ex ante sont obtenus en déduisant respectivement l'inflation observée et l'inflation anticipée du taux d'intérêt à court terme.

affiché le recul le plus prononcé au début de l'union monétaire. Ces éléments ont contribué à la hausse soutenue des prix des actifs, ce qui a eu pour conséquence directe que les effets de richesse ont encore renforcé la tendance expansionniste des taux d'intérêt. Les écarts de croissance et d'inflation observés dans ces deux pays ne résultent dès lors pas uniquement d'un mouvement de rattrapage. Par ailleurs, la surchauffe qui a caractérisé ces deux économies dans le passé engendre aujourd'hui un accroissement du risque baissier, la modération des prix de l'immobilier comportant des risques additionnels à la fois pour le secteur financier et pour l'économie réelle.

Il s'agit toutefois de nuancer l'importance du canal du taux d'intérêt réel. Pour mesurer l'incidence des écarts d'inflation sur les décisions d'investissement et de consommation, il convient de prendre en considération le taux d'intérêt réel *ex ante* étant donné que c'est celui-ci qui détermine le comportement intertemporel des agents économiques. Les taux d'intérêt réels *ex ante* dans la zone euro diffèrent moins les uns des autres qu'*ex post*, du moins pour les pays pour lesquels ils ont pu être approximés. De surcroît, il n'est *a priori* pas aisé de savoir s'il faut se référer à l'inflation du pays considéré ou à

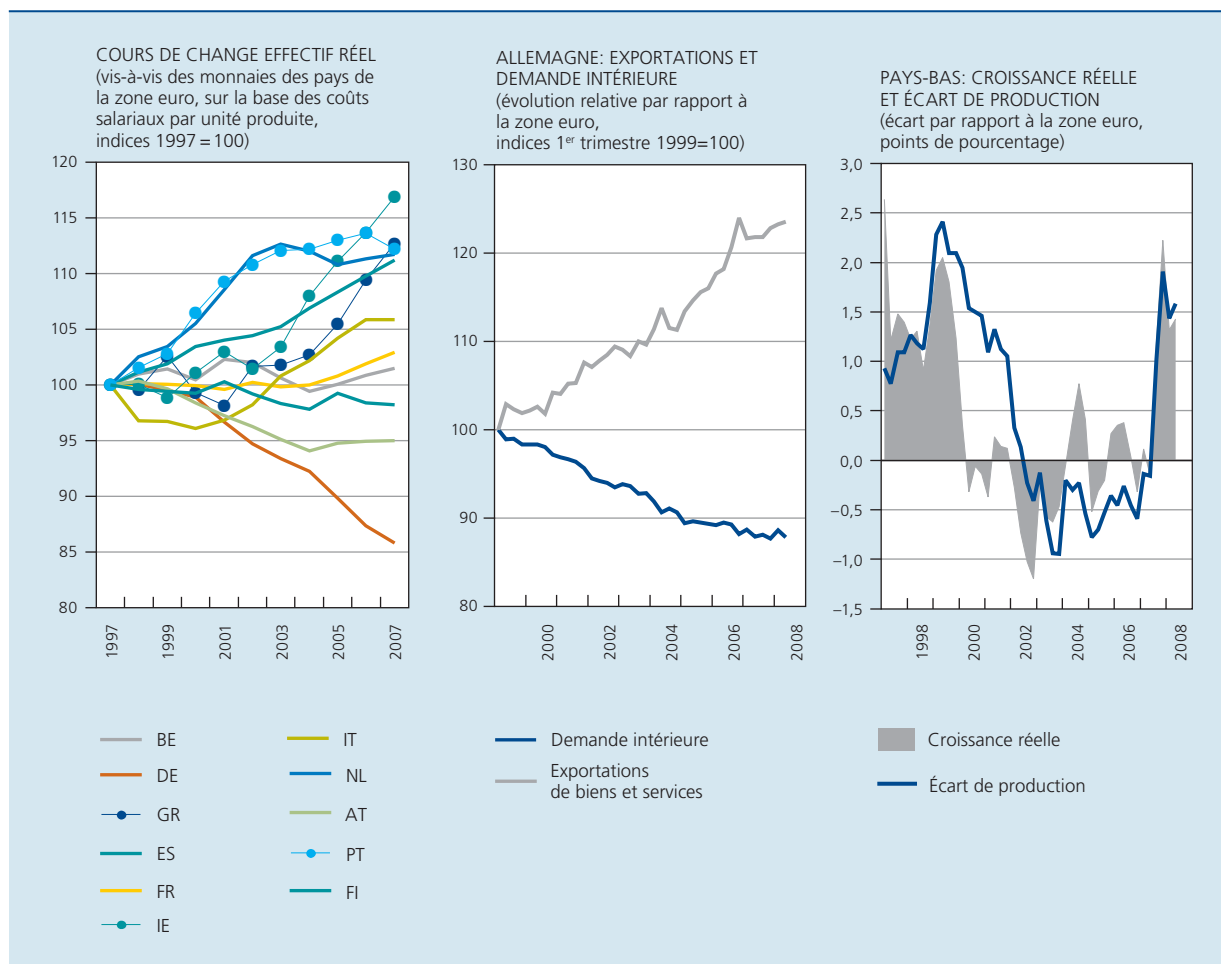
celle de l'ensemble de la zone euro. L'inflation nationale est en effet moins pertinente pour les agents économiques qui exercent une activité à dimension internationale que pour les consommateurs. Le canal du taux d'intérêt réel pourrait dès lors encore perdre de l'importance du fait d'une intégration économique plus poussée.

Le canal de la compétitivité est le principal mécanisme d'ajustement qui est source de convergence. Son fonctionnement peut être illustré au moyen de deux exemples, à savoir l'Allemagne et les Pays-Bas.

L'Allemagne a adhéré à l'union monétaire avec un handicap concurrentiel après la réunification. Ce handicap a pesé lourdement sur l'activité économique en Allemagne, laquelle a été confrontée, à partir de 2001 surtout, à une croissance moins vive. La restauration de la compétitivité y a pris la forme d'une modération des salaires qui a engendré, à son tour, une inflation moins élevée que dans l'ensemble de la zone euro. Le gain de compétitivité qui en a résulté s'est traduit par une progression soutenue des exportations, mais a pesé sur la demande intérieure. Cette dernière a sans doute aussi été freinée par le canal du taux d'intérêt réel, tandis que les excellentes performances à l'exportation enregistrées ces dernières années ont pu être gonflées par le fait que la demande mondiale s'est relativement plus orientée vers des produits occupant une place prépondérante dans la production allemande, tels que les biens d'investissement et les voitures. À partir de 2007, la demande intérieure en Allemagne a évolué plus ou moins parallèlement à celle de la zone euro. Il a aussi été récemment mis fin à la modération très prononcée des salaires en Allemagne. Ces deux éléments tendent à prouver que le processus d'ajustement arrive à terme, même s'il faut reconnaître qu'il s'est étalé sur plusieurs années.

Les Pays-Bas formaient bien avant 1999 une union monétaire de facto avec leur principal partenaire commercial, l'Allemagne, et n'utilisaient donc plus le cours de change comme mécanisme d'ajustement. La participation à l'UEM ne semblait *a priori* comporter que peu de risques. Les Pays-Bas ont toutefois enregistré un important *boom* économique à la fin des années 1990, qui allait encore être renforcé par un effet de richesse à la suite du développement des marchés des actions et de l'immobilier. La pénurie qui en a découlé sur le marché du travail a exercé une pression haussière sur les salaires et les prix, qui a entraîné une hausse nettement plus soutenue des coûts salariaux par unité produite que dans les principaux partenaires commerciaux et, partant, une perte de compétitivité. Ce facteur a dès lors engendré la correction. À partir de 2002-2003, l'économie néerlandaise a essuyé

GRAPHIQUE 12 COURS DE CHANGE EFFECTIF RÉEL ET CROISSANCE RELATIVE EN ALLEMAGNE ET AUX PAYS-BAS



Sources : CE, OCDE, Thomson Financial Datastream.

un sérieux ralentissement et ses performances ont été pendant quelques années moins bonnes que celles de la zone euro.

Les différences observées dans l'évolution de l'inflation ou des coûts salariaux par unité produite ne sont toutefois pas toujours dues à ce mécanisme d'équilibrage. Elles sont parfois elles-mêmes à l'origine des divergences. Ainsi, elles sont problématiques lorsqu'elles découlent d'une politique nationale inadaptée, d'inefficacités structurelles ou de mécanismes d'ajustement défectueux. Les responsables politiques ont récemment accordé une attention particulière à l'évolution divergente des coûts salariaux par unité produite. Cette préoccupation s'explique par l'effet négatif d'une détérioration de la compétitivité sur la situation économique générale, d'une part, et par l'impact que peut avoir une augmentation trop rapide des salaires sur l'inflation, d'autre part. L'évolution des coûts salariaux peut poser problème, surtout dans les

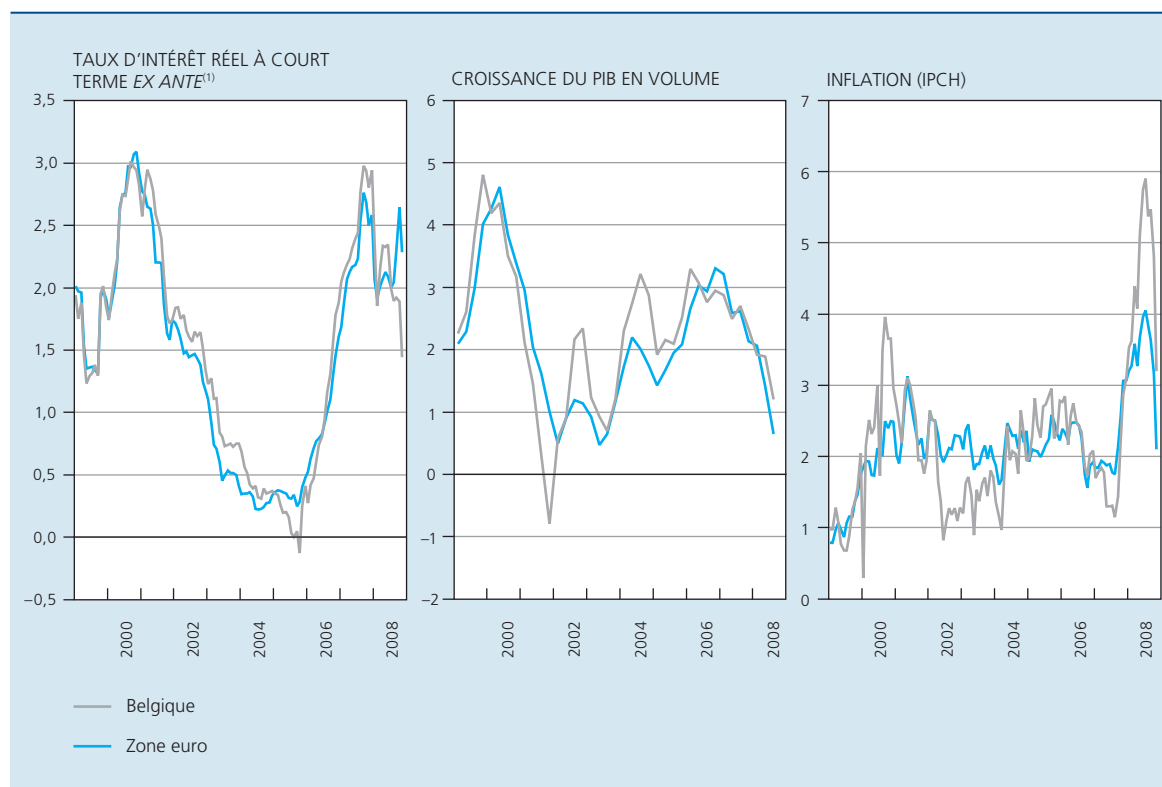
pays où les hausses salariales sont insuffisamment couplées à des gains de productivité et dont la balance courante présente un déficit croissant. Dans le contexte de la vive accélération de l'inflation au cours du second semestre de 2007 et du premier semestre de 2008, le Conseil des gouverneurs de la BCE a répété à plusieurs reprises que les effets de second tour résultant du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires devaient à tout prix être évités, en ce qui concerne tant la fixation des prix que la formation des salaires. À cet égard, il a été indiqué que les mécanismes d'indexation renforcent le risque de déclenchement d'une spirale prix-salaires et peuvent engendrer une perte de compétitivité et un recul de l'emploi. Une évolution salariale responsable ne compromettant pas le bon fonctionnement de l'union monétaire doit en revanche s'appuyer sur l'évolution de la productivité et sur la position concurrentielle, tout en tenant compte du niveau toujours élevé du chômage dans la zone euro.

Encadré 2 – La Belgique au sein de l’union monétaire

La transition vers l’UEM et la participation de la Belgique à celle-ci peuvent, de manière générale, être considérées comme un succès. La Belgique formait déjà une union monétaire *de facto* avec l’Allemagne, depuis qu’il avait été décidé en 1990 de lier le franc belge au mark allemand. Après la crise qui a affecté le SME à la mi-1993, la politique de change fixe n’a que rarement été mise sous tension et les taux d’intérêt ont progressivement convergé, si bien que la transition vers l’union monétaire a pu se dérouler sans véritable heurt. En Belgique, le cadre macroéconomique a été adapté en prévision de l’adhésion à l’union monétaire, notamment par la loi de 1996 relative à la promotion de l’emploi et à la sauvegarde préventive de la compétitivité, qui a pour but d’aligner l’évolution des salaires dans le secteur privé sur celle des trois principaux partenaires commerciaux. De plus, la Belgique s’est employée à assainir les finances publiques, même s’il convient de préciser que, comme dans l’ensemble de la zone euro, les phases de conjoncture favorable n’ont pas suffisamment été mises à profit pour permettre une amélioration structurelle. Par ailleurs, la Belgique est une économie particulièrement intégrée eu égard à son degré élevé d’ouverture et à la composition géographique de son commerce extérieur, plus de 70 p.c. de ses échanges commerciaux étant effectués avec les pays de la zone euro.

TAUX D’INTÉRÊT RÉEL À COURT TERME, CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET INFLATION

(pourcentages de variation par rapport à l’année précédente, sauf mention contraire)



Sources : CE, Thomson Financial Datastream.

(1) Taux interbancaire à trois mois diminué de l’inflation anticipée; pourcentages.

Au cours de la période 1999-2007, les taux d'intérêt réels à court terme ont globalement évolué en Belgique de la même manière que dans l'ensemble de la zone euro, étant donné que les écarts d'inflation se sont avérés étroits et de courte durée. De tous les pays participant à l'UEM, la Belgique est celui qui a présenté l'écart de taux d'intérêt réel le plus faible vis-à-vis de la zone euro dans son ensemble, ce qui met en évidence le fait que le canal du taux d'intérêt réel n'ait aucunement été source de divergences. Qui plus est, en raison de la forte intégration que la Belgique présente avec les pays de la zone euro, le cycle conjoncturel y est très proche de celui de la zone euro. Dès lors, la politique monétaire unique peut, de ce point de vue également, être considérée comme adéquate pour la Belgique. Enfin, la compétitivité de l'économie belge, mesurée sur la base du cours de change effectif réel déflaté au moyen des coûts salariaux par unité produite, demeure relativement bien préservée vis-à-vis de l'ensemble de la zone euro, à l'exception de l'Allemagne, un partenaire commercial majeur de la Belgique. À cet égard, il convient de souligner que la loi de 1996 privilégie l'évolution relative des coûts salariaux par rapport aux trois principaux pays limitrophes.

Cependant, l'écart d'inflation largement positif qui a été observé en 2008 (1,2 point de pourcentage en moyenne au cours des dix premiers mois de l'année) est le signe que la prudence est de mise. Jusqu'à présent, cette situation s'explique essentiellement par l'évolution des prix des produits énergétiques et alimentaires. Elle apporte son lot de questions concernant, dans un premier temps, la formation des prix et la concurrence dans ces deux secteurs, même si une série de facteurs objectifs peuvent être invoqués pour expliquer la sensibilité accrue de l'inflation en Belgique aux variations des prix du pétrole brut, notamment le niveau plus faible des accises sur les produits pétroliers et la part plus grande de ceux-ci dans les dépenses de consommation des ménages belges. Aboutir à des marchés de produits efficaces et concurrentiels, également dans le secteur énergétique, constitue dès lors un défi de taille pour les responsables politiques nationaux. Parallèlement, même si elle n'a pas été déclenchée par l'indexation, la forte poussée inflationniste illustre les risques que ce mécanisme peut engendrer. De fait, si l'évolution des salaires réels ne permet pas de neutraliser rapidement et intégralement l'influence haussière que l'indexation exerce incontestablement sur la formation des salaires dans les circonstances actuelles, l'accélération de l'inflation acquerra un caractère plus permanent, ce qui constituera une menace supplémentaire pour la compétitivité des entreprises et nuira, à terme, à l'évolution de l'activité économique et à l'emploi. Après l'été, l'évolution des prix des biens industriels non énergétiques et des services a aussi apporté une contribution positive à l'écart d'inflation vis-à-vis de la zone euro, ce qui souligne clairement le risque d'une accélération plus persistante de l'inflation.

6. Les défis qui se profilent

Dix ans après son introduction en Europe, la monnaie unique peut être considérée comme un immense succès. La stabilité des prix, la stabilité macroéconomique plus généralement et une intégration accrue ne sont que quelques exemples tirés d'une série impressionnante de réalisations. Même durant la période de turbulences que traversent actuellement les marchés financiers, les bienfaits de la politique monétaire commune se sont clairement manifestés. L'apport de liquidités par l'Eurosystème a permis au système financier de continuer à fonctionner alors même qu'il était confronté à la crise la plus grave depuis celle des années 1930. De plus, contrairement à la période précédant l'union monétaire, ces injections de liquidités se sont déroulées de la même manière pour toutes les banques de la zone euro. En revanche, en l'absence d'une monnaie unique et d'une politique

monétaire commune, une crise de cette ampleur aurait à n'en point douter engendré une volatilité macroéconomique accrue sous l'effet conjugué du creusement marqué des écarts de taux d'intérêt et des fortes fluctuations des cours de change, comme cela a systématiquement été le cas dans le passé en période de crise. Pour autant, le bilan de ces dix années d'union monétaire n'est pas entièrement positif et d'importants défis devront encore être relevés.

Le dénouement de la crise financière demeure un défi majeur à court terme pour la politique monétaire. En effet, dans la mesure où la crise est apparue dans le secteur bancaire, le mécanisme de transmission de la politique monétaire ne fonctionne actuellement pas comme il le ferait dans des circonstances plus normales. Avec les risques baissiers qui pèsent sur la croissance économique, les risques inflationnistes se sont fortement atténués.

Dans ce contexte, une marge suffisante s'est dégagée et a permis au Conseil des gouverneurs de baisser le taux directeur de la BCE en octobre, novembre et décembre 2008. En tout état de cause, il reste crucial que les anticipations d'inflation demeurent à un niveau compatible avec la stabilité des prix, c'est-à-dire au-dessous, mais également proches de 2 p.c. à moyen terme.

S'agissant de la politique budgétaire, depuis la création de l'union monétaire, les phases de conjoncture favorable ont insuffisamment été mises à profit pour procéder à un assainissement durable des finances publiques, en dépit des progrès considérables accomplis pendant la phase préparatoire de l'UEM. Il semble indiqué de laisser agir les stabilisateurs automatiques pendant la phase de repli du cycle économique qui se profile actuellement. Toutefois, l'assainissement des finances publiques demeure une priorité structurelle, compte tenu des défis qui devront être relevés à long terme, tels que le vieillissement de la population.

Lors des dix dernières années, la croissance potentielle dans la zone euro est demeurée médiocre, ce qui a pesé sur l'évolution du niveau de vie. Aussi un nouvel élan est-il nécessaire en matière de réformes structurelles sur les marchés des produits et du travail afin de permettre une mise en œuvre intégrale de la stratégie de Lisbonne pour la croissance et l'emploi. Dans la mesure où ces réformes contribuent, à terme, à améliorer le potentiel de croissance de l'économie, elles renforceront le bien-être et la capacité à relever des défis budgétaires. De plus, un fonctionnement des marchés plus flexible rendra l'ensemble de la zone euro plus résiliente aux chocs et accroîtra l'efficacité des mécanismes d'ajustement au sein de l'UEM, tout en réduisant les divergences indésirables en termes d'évolution des salaires et des prix et de compétitivité.

Le traité instituant la Communauté européenne prévoit que tous les États membres de l'UE – à l'exception de ceux bénéficiant d'une dérogation – rejoindront à terme l'UEM à condition qu'ils répondent aux critères de convergence. Compte tenu des différents stades de convergence réelle que présentent les nouveaux États

membres, cette situation pourrait accroître l'hétérogénéité de la zone euro. Jusqu'à présent, les élargissements successifs de l'UEM à des États dont le niveau de vie est plus faible ont démontré que leur participation ne constituait pas un obstacle insurmontable, mais le succès de l'adoption de l'euro par les nouveaux États membres dépendra aussi en grande partie de l'efficacité de leurs mécanismes d'ajustement respectifs. Qui plus est, l'élargissement compliquera également le processus décisionnel au sein de l'Eurosystème.

Enfin, la crise financière actuelle atteste des défis qu'il conviendra de relever pour maintenir la stabilité financière. Nombre de ces défis se présentent au niveau international. S'agissant de la construction européenne, il est apparu que, compte tenu de l'intégration financière, la surveillance des risques systémiques, notamment, dépasse désormais les frontières nationales. Il convient dès lors de renforcer la dimension européenne et de viser une approche plus intégrée, et ce qu'il s'agisse de la réglementation ou de la surveillance proprement dite.

Par ailleurs, il importe de veiller à ce que l'intégration financière, qui n'est pas encore très poussée dans le segment des banques de détail, ne soit pas reléguée à l'arrière-plan par la crise actuelle. Au cours des dix premières années de l'UEM, des progrès notables ont été accomplis dans ce domaine, notamment grâce à une consolidation des institutions et des infrastructures financières à l'échelle européenne. Ils se sont accompagnés d'économies d'échelle et ont contribué à offrir un large éventail d'opportunités de financement et d'investissement aux ménages et aux entreprises, accroissant ainsi le potentiel de croissance de l'économie. Par ailleurs, l'intégration accrue a sans aucun doute concouru à une transmission plus cohérente de la politique monétaire. Dans la mesure où l'intégration financière est bénéfique, il importe de la distinguer du comportement de prise de risques excessifs observé sur les marchés financiers, qui constitue la cause principale de la crise financière actuelle, et de mener une politique favorable à l'intégration financière tout en limitant de façon adéquate les excès quant aux prises de risques.

Bibliographie

Ahmed S., A. Levin et B. A. Wilson (2004), « Recent U.S. Macroeconomic Stability: Good Policies, Good Practices, or Good Luck ? », *The Review of Economics and Statistics*, vol. 86(3), pp. 824-832, 08.

Álvarez L., E. Dhyne, M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen et J. Vilmunen (2006), « Sticky Prices in the Euro Area: A Summary of New Micro-Evidence », *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, vol. 4(2-3), pp. 575-584, 04-05.

Angeloni I. et M. Ehrmann (2004), « Euro area inflation differentials », ECB, *Working Paper Series* n° 388.

Aucremanne L., J. Boeckx et O. Vergote (2007), « La gestion de la liquidité de l'Eurosystème pendant la période de turbulences sur les marchés financiers », *Revue Economique*, Banque Nationale de Belgique, 29-45, décembre.

BCE (2008a), « 10^e anniversaire de la BCE », *Édition spéciale du Bulletin mensuel*, mai.

BCE (2008b), *The international role of the euro*, juillet.

Banque Nationale de Belgique (2008), *Rapport 2007*.

Berger H. et V. Nitsch (2008), « Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective », *Journal of International Money and Finance*, (à paraître).

Bini Smaghi L. (2008), « The internationalisation of currencies – A central banking perspective », allocution donnée lors de la conférence *The euro at ten: The next global currency?*, Washington, 10 octobre 2008.

Blanchard O. (2004), « The Economic Future of Europe », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18(4), pp. 3-26.

CE (2008), EMU@10, « Successes and challenges after 10 years of Economic and Monetary Union », *European Economy* n° 2, mai.

Clarida R., J. Gali et M. Gertler (1999), « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37(4), pp. 1661-1707, décembre.

Dhyne E., L. Alvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünemann, F. Rumler et J. Vilmunen (2006), « Price Changes in the Euro Area and the United States: Some Facts from Individual Consumer Price Data », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 20(2), pp. 171-192, printemps.

Eurostat (2003), *Euro changeover effects, annex to the press release dated 18 June 2003*, http://epp.eurostat.cec.eu.int/cache/ITY_PUBLIC/2-18065003-AP-FR.HTML.

Fagan G., J. Henry et R. Mestre (2005), « An area-wide model for the euro area », *Economic Modelling*, 22 (1), 36-59.

Giannone D. et L. Reichlin (2006), « Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it ? », ECB, *Working Paper Series* n° 595.

Muûls M. et M. Pisu (2007), « Imports and exports at the Level of the Firm: Evidence from Belgium », NBB, *Working Paper Research* n° 114.

Rogers J.H. (2007), « Monetary union, price level convergence and inflation: How close is Europe to the USA ? », *Journal of Monetary Economics*, 54 (2007), 785-796.

Rose A. (2000), « One money, one market: the effect of common currencies on trade », *Economic Policy*, avril.

Van Ark B., R. Inklaar et R. McGuckin (2003), « The contribution of ICT-producing and ICT-using industries to productivity growth: a comparison of Canada, Europe and the United States », Centre for the Study of Living Standards, *International Productivity Monitor*, vol. 6, pp. 56-63.