

EURO : COMME PRÉVU, DES GAINS ET DES COÛTS

Il y a dix ans, onze pays européens, rejoints depuis par cinq autres, abandonnaient leurs monnaies nationales pour créer l'euro. Cet anniversaire est l'occasion d'évaluer si les promesses de l'euro ont été tenues. Différentes études menées sur les exportations françaises indiquent que la monnaie unique a bien produit les gains microéconomiques attendus d'une baisse des coûts de transaction et d'une plus grande transparence des prix. Mais la politique monétaire unique a entraîné des divergences fortes des taux d'intérêt réels entre pays, dont les effets n'ont pas été corrigés faute de coopération macroéconomique adaptée. Dix ans après la création de l'euro, l'éclatement de la bulle immobilière dans certains pays de la zone et les conséquences de la crise financière pointent la nécessité de politiques macroéconomiques fortement contra-cycliques en union monétaire.

■ Pourquoi l'euro ? Un bref rappel

L'idée de l'euro est bien antérieure aux années 1990. Dès 1969, les six chefs d'État et de gouvernement de la Communauté européenne adoptaient au Sommet de La Haye le principe d'une Union économique et monétaire, puis confiaient au comité Werner la rédaction du premier rapport sur l'union monétaire. C'est aussi durant les années soixante qu'ont été forgés les outils théoriques sur les zones monétaires. L'article fondateur est celui de Robert Mundell publié en 1961¹. Par quoi remplacer le système de changes fixes de Bretton Woods, qui laisse s'accumuler les déséquilibres mondiaux ? Toutes les monnaies nationales doivent-elles être flexibles entre elles ou existe-t-il des zones au sein desquelles les taux de change peuvent être fixes ? L'analyse des gains microéconomiques et des risques macroéconomiques associés à la fixité des changes au sein d'une zone permet de dégager les frontières d'une zone monétaire optimale :

♦ au sein d'une zone monétaire, l'incertitude sur les taux de change bilatéraux ainsi que les coûts de transaction de change (commissions bancaires lors des échanges de biens et services ou des mouvements de capitaux) disparaissent. On en attend une expansion des échanges au sein de la zone et une intensification de la concurrence conduisant à une convergence des prix à la baisse. Les gains de bien-être qui en résultent sont d'autant plus importants que les économies sont intégrées ; à l'inverse, deux pays ne réalisant aucun commerce entre eux n'ont aucun intérêt à partager la même monnaie.

♦ l'appartenance à une zone monétaire ôte à chaque pays son indépendance monétaire. Ceci est sans conséquence si les cycles d'activité et de prix sont bien corrélés au sein de la zone. Mais la perte de l'outil monétaire est pénalisante pour un pays touché par des chocs spécifiques dus à sa spécialisation sectorielle, à l'orientation de ses échanges ou à tout événement social ou politique particulier. Dans ce cas, la stabilisation nécessite une forte mobilité internationale des facteurs de production à l'intérieur de la zone.

Dès lors, les débats sur l'opportunité de la création d'une union monétaire européenne vont partager les économistes selon leur appréciation des degrés d'intégration et de "similitude" macroéconomique des pays candidats à la monnaie unique. Du côté des politiques, cependant, ce sont surtout les bénéfices attendus en termes de *coordination* et/ou de *crédibilité* qui retiennent l'intérêt. La monnaie unique va en effet éliminer les comportements non coopératifs consistant, par exemple, à dévaluer la monnaie nationale pour gagner en compétitivité et ainsi "exporter" le chômage vers les pays voisins. Dans les pays à tradition inflationniste, le bannissement de toute dévaluation va obliger les agents privés à contenir leurs prix pour préserver leur compétitivité : parce qu'elle se présente comme une décision irréversible, la participation à la monnaie unique est un moyen de gagner en crédibilité monétaire.

Un dernier argument en faveur de la monnaie unique touchait au statut de l'euro et à sa capacité à concurrencer le dollar en tant que *monnaie internationale*. L'idée – assez française, il faut bien le dire – était de mettre fin au " privilège exorbitant " des États-Unis qui consiste à commercer et à s'endetter dans sa propre monnaie. À ce volet économique s'ajoutait un élément plus diplomatique : l'idée que l'Europe puisse enfin faire entendre sa voix sur la scène internationale parce que ce serait désormais une grande puissance émettant une monnaie-clé du système monétaire international. Après dix ans de fonctionnement, il apparaît que toutes les promesses de la monnaie unique – bonnes ou mauvaises – se sont, au moins partiellement, réalisées.

■ Des gains microéconomiques substantiels

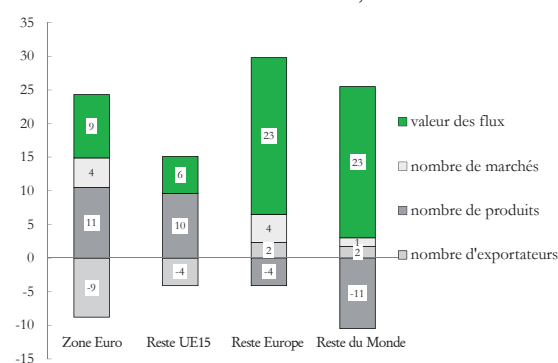
Sur le plan microéconomique, l'euro apparaît comme le complément naturel du marché unique européen (même si les périmètres de l'un et de l'autre diffèrent). Les travaux économiques ont longtemps cherché dans la progression des échanges au sein de la zone, le reflet des gains attendus de l'union monétaire. Mais, en réalité, la question ne se pose pas en ces termes : ce ne sont pas les échanges en eux-mêmes qui procurent des gains de bien-être, mais bien la plus grande diversité des produits accessibles aux consommateurs et aux producteurs ainsi que leurs moindres prix. La monnaie unique, parce qu'elle facilite l'accès aux marchés de la zone et renforce la concurrence entre les entreprises, doit favoriser cette diversité des produits et la modération des prix. De ce point de vue, plusieurs analyses récentes des exportations françaises apportent des éclairages intéressants. Elles utilisent des données individuelles de firmes au niveau de 9 000 produits manufacturés (NC8)² et adoptent un double système de comparaison – temporel (avant et après l'introduction de l'euro) et spatial (zone euro comparée à une zone de contrôle³).

Entre 1998 et 2003, la progression observée des exportations françaises vers la zone euro, le reste de l'UE15 ou le reste du monde (graphique 1) peut être décomposée en :

- + variation du nombre de flux d'exportation (marge extensive), qui peuvent provenir d'un plus grand nombre d'exportateurs, de marchés de destination ou de produits exportés ;
- + variation de la valeur moyenne des flux (marge intensive)⁴.

Concernant les exportations vers la zone euro, le nombre d'exportateurs français a diminué de 8,8%, le nombre de marchés de destination a augmenté de 4,4%, celui des produits exportés de

Graphique 1 – Décomposition de la croissance en valeur des exportations manufacturières françaises entre 1998 et 2003 selon leur destination, en %



Source : A. Berthou et L. Fontagné (2008-a), *op. cit.*

10,5%, tandis que la valeur des flux par produit a progressé de 9,4%. Il apparaît donc que la croissance des exportations vers la zone euro est venue essentiellement d'une augmentation du nombre de produits exportés par chaque firme et, pour chacun, de la hausse de la valeur exportée sur chaque marché.

Naturellement, ces évolutions ne sont pas uniquement le résultat de l'introduction de l'euro. Pour isoler l'impact de la monnaie unique, il faut recourir à l'analyse économétrique. Un premier travail (prenant comme groupe de référence le reste du monde, tout en contrôlant l'effet de l'appartenance à l'UE15) fait apparaître que l'euro a bien accru le nombre de flux d'exportation vers les pays de la zone (ils ont, du fait de l'euro, augmenté en moyenne de 6,5%). En revanche, l'euro n'a pas eu d'impact spécifique sur la valeur des flux⁵. Autrement dit, l'euro a fait progresser la marge *extensive* mais non la marge *intensive* des exportations françaises. Notons qu'au total, le résultat de cette estimation est comparable à celui d'autres travaux situant l'impact de l'euro sur le commerce autour de 6-8%.

Dans un deuxième temps, l'exploitation de la dimension individuelle des données de firmes permet d'isoler l'impact de l'euro sur les différentes composantes de cette marge extensive⁶. Il en ressort que la monnaie unique n'a pas fait augmenter le nombre d'exportateurs vers la zone euro : il n'y a pas eu, du fait de l'euro, d'entrée de nouvelles firmes exportatrices. Il n'y a pas eu, non plus, de diversification significative des marchés d'exportation. Ce sont les firmes déjà présentes sur ces marchés qui ont exporté davantage de produits sur chacun d'eux. Parmi les firmes de plus de vingt salariés, on relève, pour les 25% les plus productives (soit 3 500 firmes), un effet limité mais positif de l'introduction de l'euro sur la valeur des flux (marge intensive).

L'ensemble de ces résultats suggère que la réduction des coûts de transaction et la plus grande transparence des prix permises par

2. Ces données proviennent de la Direction des Douanes et des Droits Indirects. Pour une analyse des caractéristiques des firmes françaises exportatrices, voir M. Crozet & T. Mayer (2007), "Le club très select des firmes exportatrices", *La Lettre du CEPII*, n° 271, octobre.

3. Le choix du groupe de contrôle constitue un point délicat. Cf. L. Fontagné, T. Mayer & G. Ottaviano (2009), "Of Markets, Products and Prices: The Effects of the Euro on European Firms", Rapport EFIGE, Bruegel Blueprint, janvier.

4. Cf. A. Berthou & L. Fontagné (2008-a), "The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data", *Document de travail CEPII*, n° 2008-06. Cette approche est étendue à d'autres pays européens par R. Baldwin, V. DiNino, L. Fontagné, R. A. De Santis & D. Taglioni (2008), "Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment", *European Economy, Economic papers* 321, May.

5. Résultats d'une estimation en moindres carrés généralisés à effets aléatoires, en contrôlant pour la taille des marchés, la volatilité du change et les variables gravitaires habituelles (distance, langue commune). Cf. A. Berthou & L. Fontagné (2008-a), *op. cit.*

6. Cf. A. Berthou & L. Fontagné (2008-b), "The Euro Effects on the Firm and Product-Level Trade Margins: Evidence from France", *Document de travail CEPII*, n° 2008-21, octobre.

l'euro ont davantage accru la pression concurrentielle qu'elles n'ont facilité l'accès aux marchés de nouveaux exportateurs.

Ce renforcement de la concurrence s'observe dans les prix des exportateurs. Une analyse portant sur les données de firmes françaises sur la période 1995-2005 aboutit sur ce point à deux principaux résultats⁷. D'une part, pour un même produit, le niveau des prix à l'exportation vers la zone euro est, en moyenne, légèrement plus bas qu'à destination des autres marchés de l'OCDE (l'écart maximum est de 2%). D'autre part, l'euro a réduit, au sein de la zone, les comportements de discrimination des prix selon les marchés. Avant 1999, la dispersion moyenne des prix était inférieure de 5% dans la zone euro comparée aux autres marchés de l'OCDE ; après l'introduction de l'euro, cet écart atteint près de 7%.

■ Divergences macroéconomiques

La BCE a interprété son objectif principal de stabilité des prix comme "un taux d'inflation positif mais inférieur à 2% par an sur le moyen terme", ensuite transformé en "une inflation inférieure à 2% mais proche de 2% sur le moyen terme". Cet objectif a été atteint pour la zone euro dans son ensemble, si l'on excepte la poussée inflationniste du premier semestre 2008, liée à la flambée des prix mondiaux de l'énergie et des matières premières (graphique 2). En Italie, pays à tradition inflationniste, les prix se sont assagis, confirmant le gain attendu de l'union monétaire. Toutefois, d'autres pays – la Grèce, l'Espagne, l'Irlande – ont connu une inflation nettement plus forte que la moyenne (tableau 1). Ces écarts ne s'expliquent pas entièrement par le rattrapage économique : en parité de pouvoir d'achat, le PIB par habitant de l'Irlande a dépassé celui de la zone euro dès 1998⁸. Il faut plutôt y voir l'une des conséquences attendues de la monnaie unique : avec un seul taux d'intérêt pour toute la zone, il est impossible de combattre l'inflation simultanément dans tous les États-membres.

Graphique 2 – Taux d'inflation* de la zone euro
janv. 1991 - déc. 2008, en %



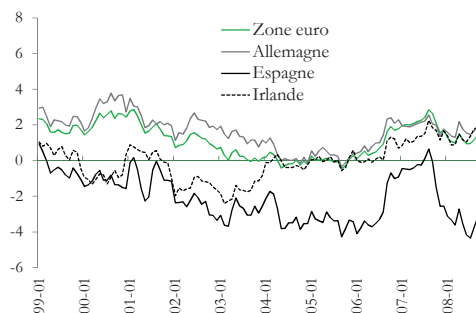
* Glissement annuel de l'indice des prix à la consommation
Source : Eurostat.

Tableau 1 – Taux d'inflation
moyens - 1999-2008, en %

Grèce	3,3
Espagne	3,2
Irlande	3,0
Portugal	2,9
Luxembourg	2,8
Italie	2,4
Pays-Bas	2,4
Belgique	2,2
Zone euro	2,2
France	1,9
Autriche	1,9
Allemagne	1,7

Un taux d'intérêt nominal à court terme unique signifie en effet que les pays les plus inflationnistes connaissent les taux d'intérêt réels les plus faibles (graphique 3). Ces taux faibles encouragent les ménages et les entreprises à s'endetter pour consommer et investir, ce qui renforce la pression à la hausse sur la demande, donc sur les prix.

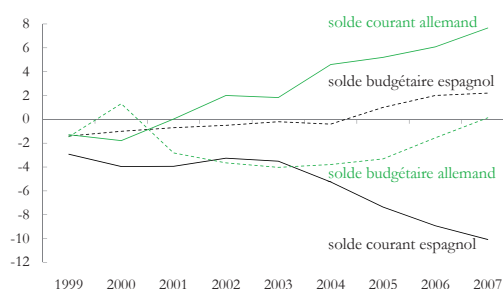
Graphique 3 – Taux d'intérêt réels à trois mois, en %*



* Taux interbancaire à trois mois moins glissement annuel des prix à la consommation.
Source : Calculs des auteurs à partir de données BCE.

Ainsi, la politique monétaire unique s'est avérée déstabilisante pour les pays les plus inflationnistes dont certains ont connu d'importantes bulles immobilières. Ces pays auraient dû réagir par des politiques budgétaires bien plus restrictives que ne l'exigeait le Pacte de stabilité et de croissance. En Espagne, par exemple, même si le solde budgétaire public s'est régulièrement amélioré, l'augmentation continue du déficit courant traduisait une insuffisance d'épargne privée qui appelait une politique plus restrictive (graphique 4). À l'inverse, l'Allemagne a plusieurs fois enfreint le pacte de stabilité, mais cela ne l'a pas empêchée d'enregistrer des excédents extérieurs croissants⁹.

Graphique 4 – Soldes budgétaire et extérieur courant, en % du PIB



Source : Calculs des auteurs à partir de données OCDE.

Au total, la politique monétaire unique a bien été à l'origine de divergences macroéconomiques au sein de la zone euro, mais des politiques budgétaires plus actives, couplées à des réglementations plus strictes à l'égard du crédit ou à une fiscalité correctrice, auraient permis d'atténuer ces divergences.

7. J. Martin & I. Méjean (2008), "Trade Prices and the Euro", *Document de travail CEPII*, n° 2008-29, décembre. Voir aussi L. Fontagné et alii (2009), *op.cit.* note 3.
8. Dans une économie en rattrapage, la hausse des salaires liée aux gains de productivité provoque une hausse des prix en raison des faibles gains de productivité dans la partie de l'économie abritée de la concurrence internationale (effet Balassa-Samuelson).
9. Dans cet esprit, *La Lettre du CEPII* "Pacte de stabilité : deux objectifs, deux règles" (n° 224, juin 2003) préconisait que la politique budgétaire soit menée en référence à une cible de solde extérieur courant, discutée dans le cadre des GOPE (grandes orientations de politique économique) fixées par le Conseil ECOFIN.

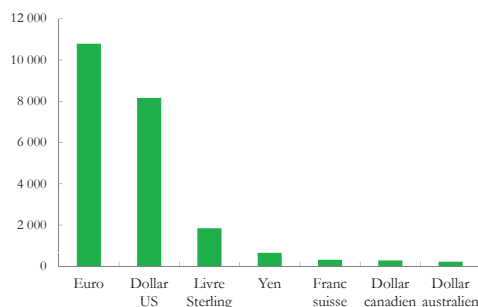
Ce coût de la monnaie unique ou, plus précisément, de politiques nationales inadaptées à la monnaie unique, doit être mis en regard du gain de coordination qu'a procuré l'euro. Depuis 1999, la zone euro a subi plusieurs chocs mondiaux majeurs : éclatement de la bulle internet, attentats du 11-Septembre, hausse du prix du pétrole, et depuis 2007, crise financière et économique mondiale. La zone euro a traversé ces épreuves en ordre monétaire groupé et la réactivité de la BCE à la crise de liquidité de l'automne 2008 a été particulièrement remarquable. La chute de la livre Sterling et d'autres monnaies européennes depuis l'été 2008 suggère qu'il aurait pu en aller autrement en l'absence de monnaie unique. Néanmoins, la monnaie unique n'a pas empêché un fort écartement des taux des emprunts publics dans la zone. Fin décembre 2008, ce taux à dix ans était de 5,2% en Grèce, contre seulement 2,9% en Allemagne ; un an plus tôt, l'écart de taux n'était que de 0,3 point. L'augmentation très rapide de l'endettement public avec la crise a en effet suscité des craintes de défauts souverains de certains pays de la zone euro, les États-membres s'étant engagés, par le traité de Maastricht, à ne pas se renflouer les uns les autres, tandis que l'indépendance de la banque centrale commande à la BCE de ne pas monétiser la dette d'un État-membre. D'éventuels défauts souverains pourraient constituer un test important de la crédibilité tant de la règle de "non-renflouement" que de celle de "non-monétisation", ces deux règles pouvant être contournées dans la pratique.

4

■ L'euro monnaie internationale

L'euro a-t-il émergé comme monnaie internationale susceptible de concurrencer le dollar ? La réponse est négative si l'on considère les fonctions de moyen de paiement et d'unité de compte : le dollar reste la monnaie véhiculaire au niveau mondial (seules 14% des transactions sur les marchés des changes ne font pas intervenir le dollar) ; le pétrole et les matières premières sont toujours cotés en dollars ; et peu de monnaies dans le monde (hors d'Europe) ont choisi l'euro comme monnaie d'ancrage. En tant que réserve de valeur, en revanche, l'émergence de l'euro est très nette : le marché des obligations internationales en euros dépasse désormais le marché en dollars (graphique 5). Cette bipolarisation du système monétaire international a même posé problème lorsque les investisseurs ont voulu se retirer du dollar, au début de la crise financière : l'euro, apparu alors comme le seul véritable support alternatif pour leurs avoirs, s'est apprécié de façon spectaculaire.

Graphique 5 – Stocks d'obligations internationales par devise d'émission (sept. 2008), en milliards de dollars US



Source : BRI, Rapport trimestriel, décembre 2008.

Mais n'oublions pas que l'internationalisation de l'euro a, au départ, provoqué une dépréciation de la monnaie unique, lorsque, dans les années 1999-2000, de nombreuses entreprises européennes se sont endettées en euros pour s'internationaliser, notamment par des rachats d'entreprises américaines. Une monnaie internationale n'est donc pas nécessairement une monnaie forte même si, à l'inverse, une monnaie structurellement faible a peu de chance d'être choisie comme réserve de valeur internationale.

Ainsi, on ne peut pas vraiment dire que les exportateurs européens ont été victimes de l'internationalisation de l'euro, même si cela a été le cas ponctuellement en 2008. En revanche, ils ont souffert du caractère pro-cyclique des fluctuations de l'euro : l'euro s'est déprécié lorsque la demande était vigoureuse (1999-2000) et s'est apprécié lors du ralentissement de l'activité (2002-2003, 2008). Cette pro-cyclicité de l'euro est liée au mandat de la BCE, centré sur les prix tandis que celui de la Fed est plus équilibré entre objectifs de prix et d'activité ; elle est aussi liée à une différence de philosophie concernant le maniement des taux d'intérêt, la BCE s'étant révélée plus prudente que la Fed, peut-être par crainte d'un développement trop rapide du crédit...

Au total, l'euro a bel et bien participé à l'intégration du marché européen depuis dix ans, confirmant les gains microéconomiques prédits par la théorie. Le bilan macroéconomique est plus mitigé, en partie du fait d'une coordination des politiques excessivement centrée sur le pacte de stabilité, au détriment de la gestion du cycle ; en partie aussi du fait du mandat étroit de la BCE qui a contribué aux fluctuations pro-cycliques de l'euro. En période de crise mondiale, la monnaie unique offre néanmoins un havre de stabilité très appréciable pour les acteurs de l'économie.

Agnès Bénassy-Quéré, Antoine Berthou & Lionel Fontagné
beatrice.postec@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2008
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA :
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :
Didier Boivin

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 49,50 € TTC
Europe 51,30 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
50,20 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
51,20 € HT
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

4^{ème} trimestre 2008
Décembre 2008
Imp. La Documentation Française
Imprimé en France
par les Journaux officiels

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction
du CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*