

LE FUTUR DE L'EURO

CHRISTIAN SAINT-ÉTIENNE *

Une zone monétaire ne peut se développer durablement sans respecter un certain nombre de conditions d'efficacité et de solidarité. On dit qu'une zone monétaire est optimale lorsque les pays qui lient leur monnaie entre eux ont davantage intérêt à adopter des parités fixes plutôt que des parités flottantes.

185

QUATRE APPROCHES DE L'OPTIMALITÉ DE LA ZONE EURO

Quatre types d'approches et de critères ont été développés pour déterminer si une zone monétaire est optimale.

Robert Mundell, prix Nobel d'économie en 1999, a été le premier à avoir donné l'un des critères les plus intéressants de l'optimalité d'une zone monétaire. Selon lui, deux pays A et B (ou « n » pays) ont intérêt à former une zone monétaire unique à changes fixes si, et seulement si, la mobilité des facteurs de production (capital et travail) à l'intérieur de la zone qu'ils projettent de constituer en se réunissant est supérieure à celle qui prévaudrait vis-à-vis de l'extérieur de la zone. À l'inverse, si la mobilité des facteurs de production est plus faible à l'intérieur de la zone envisagée, les pays candidats ont intérêt à préférer des changes flexibles (Mundell, 1961).

Pour comprendre le raisonnement de Mundell, imaginons que deux pays ayant constitué une union monétaire subissent un choc asymétrique, c'est-à-dire un choc économique qui affecte plus durement un pays que l'autre, voire même un choc qui déplace une partie de

* Professeur, Conservatoire national des arts et métiers, et université Paris-Dauphine ; membre du Conseil d'analyse économique.

la demande de biens et de services du pays A vers le pays B. En l'absence de déplacement des facteurs de production, le pays A subira une baisse de sa production conduisant à la sous-utilisation de ses usines et à une montée du chômage, ainsi qu'une détérioration de sa balance courante des paiements. À l'inverse, le pays B sera marqué par un excès de production conduisant à l'inflation et bénéficiera d'un excédent de sa balance courante des paiements.

Si deux pays (ou « n » pays), au sein desquels la mobilité des facteurs de production est réduite, décident néanmoins de passer à une monnaie unique, ils devront mettre en place des mécanismes de transferts budgétaires permettant de compenser la sous-optimalité de la zone monétaire. Imaginons que l'ensemble des pays ayant mis en place une monnaie unique adopte un budget fédéral de 15 ou 20 points de PIB prélevant des impôts sur le revenu et la consommation des ménages et sur la valeur ajoutée et le bénéfice des entreprises, tout en finançant un filet de protection sociale (retraite, santé et assurance-chômage) ainsi que des dépenses d'infrastructures publiques. En cas de chocs asymétriques favorables à certains membres de la zone et défavorables aux autres, les recettes fiscales prélevées par la structure fédérale augmenteraient mécaniquement dans les pays favorisés et baisseraient dans les pays défavorisés, tandis que les dépenses fédérales augmenteraient au bénéfice des pays défavorisés et baisseraient ou augmenteraient moins dans les pays favorisés.

Dans ce contexte de « fédéralisme fiscal », les transferts nets du budget fédéral vont augmenter au profit des États subissant le choc et baisser dans les États bénéficiant du déplacement d'activité. Ce mécanisme compensateur permet de réduire les inconvénients de chocs asymétriques frappant une union monétaire qui ne bénéficie pas d'une bonne mobilité des facteurs de production.

En ce qui concerne l'Union européenne, on sait que son budget est à peine supérieur à 1 % du PIB européen : il ne peut donc servir de mécanisme compensateur face à des chocs aux effets asymétriques sur l'activité des pays membres.

Du point de vue des critères de Mundell, peut-on considérer que la mobilité des facteurs de production dans la zone euro est forte ? Si la mobilité du capital est forte, c'est au prix de primes de risque croissantes imposées sur la charge de la dette publique des pays membres de l'Union européenne. De plus, les travailleurs sont assez peu mobiles car les différences linguistiques et l'organisation sociale ne favorisent pas cette mobilité.

En l'absence de fédéralisme fiscal et avec une mobilité réduite des travailleurs, l'optimalité de la zone euro, du point de vue des critères de Mundell, reste à prouver.

McKinnon (1963) propose d'autres critères d'optimalité d'une zone monétaire. Il considère qu'une telle optimalité tient moins à la mobilité des facteurs de production qu'au degré d'ouverture des économies mesuré par le rapport entre biens échangeables au plan international et PIB. Plus les pays sont ouverts et plus ils ont intérêt à avoir des changes fixes, alors que les pays fermés ont intérêt à avoir des changes flexibles.

Pour le montrer, supposons un pays ouvert, avec une forte proportion de production de biens échangeables, qui subit une forte baisse de ses exportations de biens échangeables suite à une appréciation du taux de change : il faudra alors une forte hausse de l'activité de production de biens non échangeables pour maintenir le niveau du revenu réel. De plus, la situation évoquée conduit à de fortes variations de prix relatifs entre les biens échangeables et non échangeables, et donc à de fortes perturbations dans l'affectation des ressources.

À l'inverse, un pays fermé, ayant par exemple moins de 10 % de biens échangeables dans le PIB, peut facilement compenser une baisse de ses exportations de biens échangeables par une augmentation limitée de la production de biens non échangeables. De plus, les variations de prix relatifs entre les biens échangeables et non échangeables auront peu d'impact sur l'affectation des ressources dans le pays relativement fermé.

Du point de vue de l'approche de McKinnon, la zone euro a davantage les caractéristiques d'une zone monétaire optimale car les échanges intraeuropéens sont très élevés, alors que les échanges de la zone euro avec le reste du monde sont beaucoup plus réduits en pourcentage du PIB.

Si l'on prend en compte le fait qu'une zone monétaire intégrée est un lieu de libre circulation des capitaux, l'intégration financière peut permettre de financer les déficits des balances courantes des pays membres de l'Union européenne, ce qui constituera un attrait supplémentaire pour ces pays membres.

Plusieurs auteurs ont complété les analyses précédentes en indiquant que des pays voulant constituer une zone monétaire intégrée avaient intérêt à partager des « préférences homogènes » concernant des variables clés conditionnant le bon fonctionnement d'une telle union, telles que le taux d'inflation, le partage emploi-loisir-retraite, la productivité, le partage des revenus ou la fiscalité (Bourguinat, 1973 ; Cooper, 1977).

Si l'on considère le critère de « préférences homogènes », on peut considérer que le traité de Maastricht de 1992, en ce qu'il force tous les pays membres de la zone euro à adopter l'objectif de stabilité des prix,

et lui seul, avec une banque centrale qui doit être indépendante, a contribué à forger des préférences communes au sein de la zone euro. En revanche, les écarts considérables d'âge de départ à la retraite, de taux de participation de la population active dans la tranche des 55-65 ans, de durée du travail, de poids de la fiscalité notamment montrent que les pays de la zone euro sont loin d'avoir des « préférences homogènes » dans les grands choix de société, ce qui contribue à des divergences de performance importantes entre pays membres.

L'intégration monétaire devait conduire à une harmonisation des politiques économiques et des performances économiques. Qu'en est-il ?

Au cours des dix dernières années, on a assisté à une divergence croissante des politiques économiques au sein de la zone euro avec des écarts considérables d'évolution économique. Apparaissent ainsi trois groupes de pays au sein de la zone euro :

- l'Espagne et l'Irlande ont favorisé une hausse spectaculaire de l'endettement des ménages et un *boom* explosif de l'activité de construction, qui ont accentué l'essor de ces pays dans un premier temps. Pour ce qui est de l'Espagne, par exemple, la dette des ménages est passée de 70 % à 140 % du revenu disponible des ménages entre 1999 et 2008. Le déficit de la balance courante espagnole s'est considérablement creusé au cours de cette période. Ce modèle de croissance s'est révélé être dangereux lorsque la crise a frappé ;

- l'Allemagne a adopté un modèle totalement inverse, avec une dette des ménages stabilisée à une fois le revenu disponible des ménages au cours des années 2000. La politique économique a été centrée sur la réduction du coût du travail pour asseoir le développement de l'industrie et favoriser les exportations. L'Allemagne a mené une politique non coopérative de désinflation salariale ;

- la politique économique de la France et de l'Italie apparaît comme intermédiaire entre les deux groupes précédents. L'endettement des ménages a augmenté significativement, mais à partir de niveaux faibles au départ. En 2008, l'endettement des ménages a atteint 75 % du revenu des ménages disponible en France et 70 % en Italie. Si l'activité de construction a dopé l'activité, notamment en France, ces deux pays ont tenté de favoriser l'essor de leur industrie nationale. La France a néanmoins subi de fortes pertes de parts de marché à l'export. Les déficits publics sont restés élevés dans ces deux pays, alors que l'Allemagne agissait pour les éliminer en 2008.

Selon cette quatrième approche, on note que concernant les types de politiques publiques et les performances économiques qui en découlent, les politiques et les performances des trois groupes de pays sont en divergence !

Au regard des quatre approches évoquées concernant l'optimalité de la zone euro, les observations montrent :

- que selon l'approche de Mundell, en l'absence de fédéralisme fiscal et avec une faible mobilité des travailleurs, l'optimalité de la zone euro reste à prouver ;
- que selon l'approche de McKinnon, la zone euro a davantage les caractéristiques d'une zone optimale ;
- que selon l'approche des « préférences homogènes », le traité de Maastricht a forcé les pays membres de la zone euro à adopter, pour seul objectif de la politique monétaire, la stabilité des prix. En revanche, les grands choix de société illustrent des divergences de préférences majeures entre les pays membres ;
- et que selon l'approche des « orientations de politique économique », on note des divergences spectaculaires de politique économique au sein de la zone euro qui conduisent, conjointement avec les divergences fortes dans les choix de société, à des performances de plus en plus hétérogènes.

PERFORMANCES ÉCONOMIQUES DES PAYS MEMBRES DE LA ZONE EURO

Si la croissance ne vient plus de la montée de l'endettement des ménages et d'un *boom* en partie factice de la construction, compte tenu du potentiel réel de demande fondée sur des revenus suffisants, elle doit venir des efforts d'innovation et de productivité mesurés par l'importance des efforts de R&D et d'investissement productif se traduisant par des capacités réelles à exporter.

Les différences d'effort de R&D sont très marquées entre les cinq principaux pays de la zone euro (cf. tableau 1).

189

Tableau 1
Dépenses de R&D, 2006
(en % du PIB)

Pays	Dépenses totales	Dépenses des entreprises
Allemagne	2,43	1,76
Espagne	1,18	0,63
France	2,12	1,31
Italie	1,09	0,55
Pays-Bas	1,82	1,04

Source : OCDE.

Les performances en termes de progression annuelle moyenne de la productivité par tête, du PIB en volume et des exportations en volume

sont très divergentes (cf. tableau 2). Les écarts les plus spectaculaires concernent la performance nette à l'exportation mesurée par la contribution des exportations nettes (exports moins imports) à la croissance du PIB, contribution mesurée en points de PIB. Par exemple, dans le cas de la France, la croissance a été amputée par les pertes massives de parts de marché à l'export : si la contribution des exportations à la croissance avait été positive de 0,45 % du PIB par an au lieu d'être négative de ce même montant, la croissance française aurait été de 2,7 % l'an au lieu de 1,8 %.

Tableau 2
Évolutions, 2002-2008

Pays	Productivité par tête (en %)	PIB en volume (croissance annuelle moyenne) (en %)	Exportations en volume (en %)	Contribution des exports nets à la croissance (en points de PIB)
Allemagne	0,96	1,27	7,36	0,80
Espagne	-0,39	3,28	4,01	-0,90
France	1,13	1,78	2,72	-0,45
Italie	-0,31	0,91	1,95	-0,15
Pays-Bas	1,31	2,03	5,05	0,50

Sources : calculs de l'auteur ; Natixis ; OCDE.

Les écarts dans l'évolution des finances publiques sont tout aussi spectaculaires (cf. tableau 3). Il apparaît notamment que certains pays ont donné, avant la crise, la priorité à la consolidation des finances publiques, comme l'Allemagne et les Pays-Bas qui ont un excédent budgétaire ou comme l'Espagne qui est peu endettée, tandis que l'Italie traîne toujours un endettement brut élevé. De plus, la France a abordé la crise avec des finances publiques déséquilibrées, ce qui réduira ses facultés de rebond après la crise.

Tableau 3
Finances publiques, 2008
(en % du PIB)

Pays	Déficit public	Dettes publiques brutes
Allemagne	0	65,9
Espagne	-4,1	39,7
France	-3,4	67,4
Italie	-2,7	105,8
Pays-Bas	0,7	58,2

Source : Commission européenne, novembre 2009.

Il apparaît donc que les choix de politiques économiques et les performances des pays de la zone euro sont très divergents. Les cas de l'Espagne et de l'Allemagne divergent complètement en termes de modèle de croissance. La croissance espagnole a été portée par le *boom* de la construction financé par la montée de l'endettement des ménages alors que les entreprises espagnoles font un effort réduit de R&D. La croissance allemande a été tirée par les exportations assises sur l'excellence industrielle renforcée par un effort important de R&D ainsi que sur une politique non coopérative de désinflation salariale. Ces deux pays souffrent du retournement mondial de la conjoncture, mais la position allemande semble solide pour aborder le rebond de l'économie mondiale qui suivra la crise. À l'inverse, la position espagnole semble très fragilisée, comme l'atteste la brutale remontée du chômage au cours de l'automne 2008 et de l'année 2009.

La situation française semble *a priori* atypique avec un effort de R&D et des gains de productivité significatifs, alors que les performances à l'export sont catastrophiques. La part de la France dans les exportations mondiales de biens et de services est tombée de 5,6 % en 1998 à 3,8 % en 2008, soit une chute de 32 %, alors que la part de l'Allemagne est passée de 9,1 % en 1998 à 8,8 % en 2008, soit une baisse de 3 %. La position de la France à l'export s'est donc effondrée d'un tiers quand l'Allemagne maintenait ses positions.

Au-delà de l'extrême hétérogénéité des performances et des politiques économiques au sein de la zone euro, comment se comparent les performances nominales et réelles de la zone euro par rapport aux autres pays industriels ?

PERFORMANCES COMPARÉES DE LA ZONE EURO AVEC SES COMPÉTITEURS

Comparons les performances nominales et réelles de quatre ensembles de pays : les grands pays de la zone euro (Allemagne, France et Italie) nommés « ZE-3 », la zone euro en totalité nommée « ZE totale », un ensemble de pays nommé « UE-3 » composé de trois pays de l'Union européenne non-membres de la zone euro (Royaume-Uni, Danemark, Suède), et les États-Unis (cf. tableau 4 ci-après).

Tableau 4
Performances nominales, 1992-2008
(moyenne annuelle)

	1992-1998	1999-2008
Taux d'inflation (en %)		
ZE-3	2,7	1,8
ZE totale	3,1	2,2
UE-3	2,3	1,7
États-Unis	2,6	2,8
Coût unitaire de main-d'œuvre (en %)		
ZE-3	1,6	1,4
ZE totale	1,8	1,7
UE-3	1,9	2,5
États-Unis	1,9	2,3
Solde public (en % du PIB)		
ZE-3	-4,5	-2,4
ZE totale	-4,2	-1,7
UE-3	-4,6	-0,8
États-Unis	-2,9	-2,6
Dette publique nette (en % du PIB)		
ZE-3	48,9	55,0
ZE totale	46,6	48,4
UE-3	33,6	27,0
États-Unis	52,0	41,4
Compte courant (en % du PIB)		
ZE-3	0,4	1,1
ZE totale	0,5	0,3
UE-3	-0,5	-1,0
États-Unis	-1,6	-4,9

Sources : OCDE ; OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques) (lettre 304 de décembre 2008).

Dans le tableau 4, on retrouve trois des indicateurs de performance nominale qui sont pris en référence pour être autorisés à intégrer la zone euro, selon les obligations posées par le traité de Maastricht : le taux d'inflation, le solde public et la dette publique. Sont également inclus les coûts unitaires de main-d'œuvre comme indicateur de l'inflation sous-jacente, ainsi que l'évolution du compte courant qui donne une indication de l'équilibre épargne-investissement.

Il apparaît au tableau 4 que les performances des pays membres de la zone euro en termes d'inflation, qui correspond au principal objectif de stabilité des prix assigné à la Banque centrale européenne (BCE), se sont effectivement améliorées après le passage à la monnaie unique le 1^{er} janvier 1999. Toutefois, on note que la baisse de l'inflation est presque aussi marquée dans les pays appartenant à l'Union européenne, mais n'appartenant pas à la zone euro. Les coûts unitaires de main-d'œuvre ralentissent au sein de la zone euro sous l'effet de la politique allemande de désinflation salariale, alors qu'ils augmentent un peu plus vite à l'extérieur de la zone euro.

Si les déficits publics baissent de moitié après le passage à la monnaie unique au sein de la zone euro, la baisse est encore plus forte pour les pays de l'Union européenne n'appartenant pas à la zone euro. De même, la dette publique se contracte dans ces derniers pays alors qu'elle continue d'augmenter à l'intérieur de la zone euro. Les comptes courants des pays membres de la zone euro s'améliorent après le passage à la monnaie unique, alors qu'ils se dégradent dans les autres blocs de pays dans lesquels la croissance est beaucoup plus forte, comme on le verra dans le tableau 5 (ci-après).

En résumé, notamment lorsqu'on compare sur la période 1999-2008 les performances nominales des pays membres de la zone euro avec celles des pays de l'Union européenne non-membres, il n'y a pas de supériorité de performance nominale pour les pays membres par rapport aux pays non-membres.

Le tableau 5 (ci-après), qui compare les performances réelles des mêmes ensembles de pays, fait clairement apparaître que la croissance économique a été nettement plus forte dans les pays de l'Union européenne non-membres de la zone euro que dans les pays membres au cours de la période 1999-2008. Logiquement, la productivité du travail a été plus élevée et le taux de chômage a été nettement plus faible dans les pays européens non-membres de la zone euro que dans les pays membres.

Si les taux d'intérêt réels à long terme ont significativement baissé dans la zone euro après le passage à l'euro, la baisse des taux est presque aussi forte dans les pays européens non-membres de la zone euro.

Au total, lorsqu'on prend en compte l'ensemble des performances nominales et réelles des pays membres de la zone euro, après le passage à la monnaie unique, par rapport aux pays européens non-membres, il apparaît, en prenant notamment en compte les performances en termes de croissance et de baisse du chômage, que les performances des pays européens non-membres sont supérieures à celles des pays membres sur la période 1999-2008.

Tableau 5
Performances réelles, 1992-2008
(moyenne annuelle, en %)

	1992-1998	1999-2008
Taux de croissance du PIB en volume		
ZE-3	1,5	1,7
ZE totale	1,8	2,1
UE-3	2,6	2,7
États-Unis	3,6	2,6
Taux de croissance du PIB par tête		
ZE-3	1,3	1,6
ZE totale	1,4	1,8
UE-3	2,4	2,0
États-Unis	2,5	1,3
Taux de chômage (en % de la population active)		
ZE-3	9,5	8,5
ZE totale	9,9	8,2
UE-3	8,3	5,1
États-Unis	5,9	5,0
Taux d'intérêt réel à long terme		
ZE-3	4,7	2,5
ZE totale	4,3	2,2
UE-3	5,3	3,0
États-Unis	3,8	1,9
Taux de croissance de la productivité du travail		
ZE-3	1,7	0,8
ZE totale	1,6	0,8
UE-3	2,5	1,7
États-Unis	1,6	1,8

Sources : OCDE ; OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques) (lettre 304 de décembre 2008).

De plus, la faible hausse des niveaux de vie dans les grands pays de la zone euro affaiblit la légitimité de la construction européenne. De plus, l'augmentation très nette du nombre de travailleurs pauvres en Allemagne, en Italie et en France depuis dix ans fait apparaître que la zone euro est devenue une zone de faible croissance et d'inégalité croissante.

Sur la période 2009-2010, comme il apparaît dans le premier bloc du tableau 7 (plus loin), l'activité décroche bien plus fortement dans la zone euro qu'aux États-Unis, pays d'origine de la crise. L'euro n'a pas protégé ses pays membres par absence de gouvernement économique de la zone euro.

L'EURO S'EST-IL DURABLEMENT ÉTABLI COMME UNE GRANDE MONNAIE ?

L'euro est-il devenu une grande monnaie, capable éventuellement de concurrencer le dollar ?

La part de l'euro dans la facturation du commerce mondial est restée assez faible, de l'ordre d'un quart. Mais si l'on exclut le commerce intraeuropéen, la part de l'euro dans les facturations internationales est encore plus faible.

Les deux tiers des réserves de change dans le monde sont en dollars, contre un quart pour l'euro. La part des transactions mondiales sur les marchés des changes réalisée en dollars est deux fois et demie plus forte que la part en euros.

Si l'euro reste loin derrière le dollar pour ce qui est de la facturation dans le commerce mondial, de la détention de réserves de change et des transactions mondiales sur les marchés des changes, il s'est imposé dans les émissions financières :

- la part des émissions en euros dans les émissions obligataires est passée de 27 % en 1998 à 49 % en 2007, alors que celle du dollar est passée de 47 % à 35 % ;
- la part des encours en euros dans les encours de dérivés de taux de change est passée de 18,8 % en 1999 à 23,4 % en 2007, tandis que la part des encours en dollars est passée de 51,6 % en 1999 à 50,4 % en 2007 ;
- la part des encours en euros dans les dérivés de taux d'intérêt est passée de 34,4 % en 1999 à 37,2 % en 2007, la part du dollar progressant plus vite de 27,5 % en 1999 à 33 % en 2007.

L'euro est donc un succès technique en tant que véhicule d'investissement et de transactions financières.

L'euro a aussi incontestablement contribué à diminuer les risques de dévaluation intraeuropéenne au cours des crises financières de 2001-2003 et de 2007-2009, contrairement à ce qui avait été observé en 1992 avec la sortie de la livre et de la lire du système monétaire européen (SME). Mais l'euro n'a pas été un bouclier protégeant l'ensemble de la zone euro de la crise financière venue des États-Unis, puisque l'activité a davantage chuté dans la zone euro qu'aux États-Unis.

La question est surtout de savoir si l'euro est un bouclier ou un piège pour les pays qui ne parviennent pas à contrôler la progression de leurs coûts unitaires de main-d'œuvre. Dans l'ensemble de la zone euro, ces coûts ont augmenté de 14 % de 1999 à 2007. Mais, au cours de la même période, ceux de l'Allemagne ont augmenté de 2 %, ceux de la France de 17 %, ceux de l'Italie de 23 % et ceux de l'Espagne de 26 %. Cette divergence d'évolution des coûts de production a massivement contribué à ce que l'Allemagne gagne des parts de marché sur les marchés des autres pays de la zone euro : plus de la moitié de la progression des excédents industriels allemands à l'exportation a été acquise sur les marchés des autres pays membres de la zone euro.

Peut-on plaider que la politique monétaire de la BCE a été stabilisante et conforme aux intérêts de l'ensemble de la zone euro ?

*LA POLITIQUE MONÉTAIRE
DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
A-T-ELLE ÉTÉ STABILISANTE ?*

La BCE a la fâcheuse habitude de conduire sa politique de taux d'intérêt avec un retard systématique par rapport à l'évolution du cycle de l'activité réelle. Elle augmente fortement ses taux d'intervention au début des années 2000 alors que la bulle Internet a déjà explosé et ne les réduit qu'avec un an de retard lorsque le ralentissement s'accroît après le 11 septembre 2001. Elle les remonte avec un an de retard sur l'accélération de la conjoncture à partir du début de l'année 2006, mais ne perçoit pas le ralentissement mondial au printemps 2008 et commet une erreur magistrale en remontant le taux de refinancement (le « refi ») à 4,25 % le 9 juillet 2008, avant de devoir le ramener de toute urgence à 3,75 % le 15 octobre 2008 pour chuter progressivement à 1,5 % le 5 mars 2009.

Le point surtout inquiétant pour l'avenir, alors que le dollar pourrait fortement chuter à la suite de la considérable augmentation de la dette publique américaine à partir de l'automne 2008 - avec une forte accélération des dérapages en 2009 -, est l'absence de réaction de la BCE à la forte appréciation de l'euro de 2002 au printemps 2008 et particulièrement de 2005 au printemps 2008. Sous l'effet de la forte hausse du taux de change effectif réel, la croissance se casse dans la zone euro à partir du printemps 2007 et plonge au début de l'année 2008 sans que cela ne préoccupe les autorités monétaires européennes occupées à s'autocongratuler sur les succès de l'euro.

Le Conseil d'analyse économique (CAE) a récemment écrit : « Une politique de change de la zone euro devrait comporter, dans la mesure du possible, trois objectifs. Le premier objectif serait de lisser les

mouvements de change de très courte période (réduire la volatilité courte). Le deuxième objectif pourrait être d'éviter les pentes trop fortes dans l'évolution des taux de change. Enfin, le troisième objectif serait de contenir les fluctuations de change dans certaines limites, sans doute assez larges, mais en évitant que ne soient franchis des seuils générateurs d'irréversibilité, des disparitions d'entreprises, voire de secteurs, et des délocalisations d'activités » (Didier et *al.*, 2008). Au regard de ces objectifs, qui sont autant de critères de réussite, la politique de change de l'euro est un échec cinglant : depuis son lancement en janvier 1999, l'euro a connu d'amples fluctuations ; après s'être déprécié de 1,18 dollar à 0,83 dollar entre janvier 1999 et octobre 2000, il s'est apprécié vigoureusement pour atteindre 1,60 dollar en juillet 2008.

Lorsque les ministres de l'Économie et des Finances de la zone euro désirent suivre les évolutions de l'euro pour éventuellement les influencer à partir de l'été 2007, la conjonction de la volonté allemande de ne pas intervenir sur les questions de change, dans la mesure où les gains de parts de marché de l'Allemagne vis-à-vis des autres pays membres de la zone euro compensent les inconvénients d'un euro fort, et de la volonté de la BCE de contrôler seule la politique de change, en contradiction avec le traité de Maastricht dont l'article 111 donne cette responsabilité au Conseil Ecofin, va rendre ce dernier impuissant face à la forte appréciation de l'euro.

La politique monétaire de la zone euro a été plutôt déstabilisante, du point de vue des intérêts de l'ensemble de la zone euro, et elle a surtout servi les intérêts de l'Allemagne qui mène, par ailleurs, une politique économique non coopérative de gain de parts de marché à l'encontre des autres pays membres de la zone euro.

QUEL JUGEMENT GLOBAL SUR L'EURO ?

Il faut d'abord rappeler que l'euro ne s'est pas créé dans le vide, mais que sa venue a été préparée par les succès du SME de 1979 à 1991, avant les crises de change de 1992-1993 qui trouvèrent en partie leur origine dans les difficultés de la France à faire ratifier le traité de Maastricht en septembre 1992.

On peut même se demander si la continuation du SME, sans le traité de Maastricht de février 1992, n'aurait pas donné des résultats supérieurs à la mise en place de l'euro.

En effet, le SME a été un succès inespéré de 1979 à 1991 : il a permis de réduire fortement les fluctuations des taux de change des monnaies membres du SME et de réduire significativement l'inflation au sein de l'ensemble de l'Union européenne à partir de 1983, lorsque la France a véritablement accepté la discipline monétaire du SME.

Le SME était un système de parités stables mais ajustables, avec une marge de fluctuation autorisée de 2,25 % autour des parités centrales par rapport à l'Ecu qui était la monnaie commune du système. De plus, le SME résultait d'un simple accord entre banques centrales des pays membres de l'Union européenne, ce qui lui donnait une extrême souplesse de fonctionnement. La Commission européenne n'a eu de cesse de ramener ce système dans les traités européens pour le soumettre à son contrôle : tel est le point de départ de l'euro. Jacques Delors, président de la Commission européenne à cette époque, arriva à convaincre François Mitterrand qu'il était dans l'intérêt de la France de favoriser cette évolution.

Mais on peut se demander si le passage du SME à l'euro n'a pas été un gigantesque contresens stratégique. On est passé d'un SME qui avait des résultats exceptionnels jusqu'en 1991, tout en étant d'une parfaite souplesse de fonctionnement, à une zone euro sans gouvernement économique capable de conduire une politique économique et une politique de change cohérente, sans budget fédéral permettant d'amortir les chocs asymétriques, sans légitimité politique du fait du caractère bureaucratique de la BCE, et dont les résultats économiques sur la période 1999-2008 sont ceux d'une croissance faible et d'inégalités sociales croissantes !

198

Il est fascinant de noter que la mise en place de l'euro n'a eu qu'un impact réduit sur l'augmentation des flux de commerce à l'intérieur même de la zone euro, entre ses pays membres, alors que traditionnellement, les unions monétaires ont un effet considérable d'accélération sur le commerce intrazone (Frankel, 2008).

De même, on peut montrer que le passage à l'euro semble associé à une accélération des réformes structurelles dans les marchés des biens et des services, mais qu'il n'a pas eu d'effets mesurables sur les marchés du travail des pays membres de la zone euro, le ralentissement des salaires en Allemagne étant un cas isolé dans l'Union européenne (Alesina, Ardagna et Vincenzo, 2008). Pour ce qui est de l'association entre le passage à l'euro et le rythme supérieur de réformes dans les marchés des biens et des services, la causalité n'est pas clairement établie car d'autres phénomènes majeurs sont intervenus depuis 1999, notamment l'accélération de la globalisation, l'entrée de la Chine dans l'Organisation mondiale du commerce (OMC) en décembre 2001, la forte remontée de l'euro contre le dollar à partir de 2002... Ces phénomènes ont pu contribuer infiniment plus à la réforme des marchés des biens et des services au sein de la zone euro que le passage à l'euro lui-même, ce dernier n'ayant eu qu'un effet limité sur l'accélération du commerce intraeuropéen qui aurait été le vecteur naturel de la pression à la réforme que l'euro aurait pu provoquer.

Tableau 6
Croissance mondiale, 1989-2008
 (croissance annuelle moyenne, en %)

	1989-1998	1999-2008
Monde	3,2	4,3
Pays industriels	2,7	2,5
Union européenne	2,0	2,5
Zone euro	-	2,1
États-Unis	3,0	2,5
Royaume-Uni	2,0	2,6
Allemagne	2,5	1,4
Espagne	2,8	3,5
France	1,9	2,1
Italie	1,6	1,4

Source : FMI, *Perspectives économiques*, 2007 et 2008.

*L'EURO AIDE-T-IL À RÉDUIRE LES ÉCARTS STRUCTURELS
 ENTRE LES PAYS MEMBRES ?*

La crise économique mondiale n'affecte pas les pays membres de la zone euro de la même façon. Trois groupes de pays doivent être distingués, comme indiqué précédemment :

- l'Espagne et l'Irlande ont favorisé, sous l'effet de taux réels très faibles résultant de la politique monétaire unique au sein de la zone euro, une hausse spectaculaire de l'endettement des ménages et un *boom* explosif de l'activité de construction. Le ratio des prix des maisons par rapport aux loyers qu'on peut en retirer, sur une base 100 pour la moyenne à long terme, a atteint en 2007, en moyenne, 197 en Espagne et en Irlande, contre 156 en France et aux Pays-Bas, 126 en Italie et 71 en Allemagne. Dans le cas de l'Espagne, cette évolution spéculative s'est doublée d'une croissance déséquilibrée avec une contribution négative des exportations nettes à la croissance de 0,9 point de PIB par an sur la période 2002-2008. Le déficit annuel de la balance courante des paiements a atteint, en moyenne, 5,2 points de PIB en Irlande et près de 10 points de PIB en Espagne en 2007-2008 ;

- l'Allemagne et les Pays-Bas ont favorisé une croissance tirée par les exportations, avec une contribution positive des exportations nettes à la croissance de 0,8 point de PIB par an pour l'Allemagne et de 0,5 point de PIB par an pour les Pays-Bas sur la période 2002-2008. L'excédent annuel de la balance courante des paiements a atteint, en moyenne, 7 points de PIB en Allemagne et 6 points de PIB aux Pays-Bas en 2007-2008 ;

- la France et l'Italie ont adopté un modèle intermédiaire avec un endettement des ménages qui reste relativement faible, un *boom* maîtrisé de la construction et une contribution négative des exportations nettes à la croissance, plus élevée en France qu'en Italie (cf. tableau 2 plus haut). Ces deux pays tentent de favoriser l'essor de leur industrie nationale. Contrairement à l'Allemagne, ils ont néanmoins perdu beaucoup de parts de marché à l'export et le déficit annuel de la balance courante des paiements a atteint, en moyenne, 2 points de PIB en Italie et près de 3 points de PIB en France en 2007-2008.

Les contrastes entre ces trois groupes de pays sont donc saisissants ! Ils montrent non seulement que la zone euro rassemble des pays dont les performances sont en divergence accélérée, mais aussi que la crise va affecter ces pays de diverses façons. De plus, le rebond éventuel après la sortie de crise devrait être d'une nature très différente.

COMMENT LA CRISE MONDIALE AFFECTE-T-ELLE LA ZONE EURO ?

Du point de vue de l'hétérogénéité de la zone euro, la crise mondiale a trois conséquences :

200

- elle a enclenché un processus de désendettement rapide des ménages et des entreprises, que les États ont initialement essayé de compenser par une augmentation rapide de leur dette publique sous l'effet de prises de participation au capital des banques et d'émissions de garanties au bénéfice des banques et des entreprises, ainsi que de plans de relance ;
- elle a fortement réduit les perspectives de croissance dans les pays développés, les pays émergents apparaissant comme les principaux marchés en croissance ;
- elle a fait apparaître de fortes primes de risque sur les dettes des acteurs les plus fragiles : États, entreprises ou ménages.

L'arrêt de l'endettement des ménages et la fin, au moins pour deux ou trois ans, du *boom* de la construction vont donc particulièrement toucher l'Espagne et l'Irlande. L'Allemagne et les Pays-Bas seront moins affectés par ce processus de désendettement et de forte décélération de la construction, mais ces deux pays sont fortement frappés par la contraction du commerce international. La France et l'Italie sont dans une situation intermédiaire par rapport à ces deux groupes de pays.

Une comparaison des performances à l'exportation vers les pays émergents, y compris la Russie et l'Opep, fait apparaître que sur la période 1995-2008, les exportations de l'Allemagne et des Pays-Bas vers les pays émergents sont passées, en moyenne, de 3,75 points de PIB

à 10 points de PIB de chacun de ces deux pays, alors qu'elles sont passées de 3 points de PIB à 4,5 points de PIB en France et en Italie et de 2 points de PIB à 3 points de PIB en Espagne.

Enfin, les primes de risque sur la dette publique, mesurées par l'écart entre les taux d'intérêt payés par l'Allemagne et les autres pays membres de la zone euro pour un emprunt de même échéance, sont passées d'un maximum de 0,3 % en janvier 2008 pour les cinq pays en difficulté (Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal) à plus de 2,5 % pour la Grèce, plus de 2 % pour l'Irlande et de 1 % à 1,5 % pour les autres pays, en janvier 2009. Au cours de l'année 2009, ces primes de risque ont progressivement baissé avant de remonter significativement à la fin de l'année 2009 pour dépasser 2,5 % en Grèce. Par exemple, si l'Allemagne paye 3 % sur un emprunt public à dix ans, un pays ayant une prime de risque de 2,5 % paye 5,5 % pour un emprunt public de même échéance. Si la prime devait doubler, il payerait 8 %.

En 2008, les comptes publics de l'Allemagne étaient équilibrés, ceux des Pays-Bas étaient excédentaires, alors que ceux de la France et de l'Italie faisaient apparaître un déficit d'environ 3 points de PIB.

Donc, au total, l'Allemagne et les Pays-Bas ont une forte capacité exportatrice en général et notamment vers les pays émergents qui devraient être les premières zones à sortir de la crise, ainsi que des comptes publics équilibrés, des balances courantes fortement excédentaires et une bonne réputation sur les marchés financiers. Certes, le ralentissement des exportations a initialement fortement affecté ces pays en 2009, mais ils devraient rebondir avec une reprise, même modeste, de l'économie mondiale.

L'Espagne et l'Irlande devraient cumuler tous les risques avec une forte chute de la construction, une forte dégradation de leurs finances publiques, alors que leurs performances extérieures sont catastrophiques.

La France et l'Italie occupent une position intermédiaire avec un moindre recul de la construction, une performance extérieure moins dégradée que celle de l'Espagne et de l'Irlande, mais avec une compétitivité beaucoup plus faible que celle de l'Allemagne et des Pays-Bas et une présence moindre que ces deux derniers pays sur les marchés internationaux en expansion.

La crise financière, qui n'est pas finie, entraîne une crise de l'économie réelle qui pourrait provoquer une vague de chômage touchant 20 millions de travailleurs de plus dans les pays développés et peut-être 60 millions pour l'ensemble du monde. La montée du chômage devrait durer au moins jusqu'à l'été 2010.

La crise actuelle va donc provoquer des dégâts considérables dans l'économie réelle, tandis que les institutions financières sont dura-

blement affaiblies. Les ménages et les entreprises sont entrés dans une phase de réduction massive de leur levier d'endettement, c'est-à-dire du ratio entre leurs dettes et la valeur de leurs actifs. Ce mouvement de baisse du levier d'endettement (*leverage*) va contribuer à déprimer fortement les acteurs de l'économie réelle.

COMMENT VONT REBONDIR LES PAYS MEMBRES DE LA ZONE EURO ?

Cette crise va accentuer les écarts de performance entre les trois groupes de pays au sein de la zone euro. La Commission européenne confirme, par ses prévisions économiques de novembre 2009, l'hétérogénéité croissante de la zone euro. Si la croissance du PIB s'effondre dans l'ensemble des trois groupes de pays (Espagne et Irlande ; Allemagne et Pays-Bas ; France et Italie) dont on a pointé la divergence des performances, les évolutions des taux de chômage et de balance courante sont très contrastées (cf. tableau 7).

L'Espagne et l'Irlande apparaissent bien comme des pays fragiles dont le modèle de croissance portée par un *boom* excessif de la construction semble remis en cause par la baisse généralisée des leviers d'endettement. L'effondrement de l'investissement productif y est spectaculaire, tout comme la forte remontée du chômage. La forte dégradation des comptes publics dans ces deux pays en 2008-2010 est saisissante, l'Irlande perdant tout son acquis de finances publiques saines en triplant sa dette publique entre 2007 et 2010.

L'Allemagne et les Pays-Bas vont être violemment affectés par la chute du PIB en 2009, mais ces deux pays gardent des balances courantes fortement excédentaires, autour de 3,5 % du PIB en moyenne, et limitent le dérapage de leurs finances publiques.

Tableau 7
Prévisions économiques de la Commission européenne

	2007	2008	2009	2010
Croissance du PIB (en %)				
Allemagne	2,5	1,3	-5,0	1,2
Pays-Bas	3,5	1,9	-4,5	0,3
France	2,2	0,4	-2,2	1,2
Italie	1,5	-1,0	-4,7	0,7
Espagne	3,6	0,9	-3,7	-0,8
Irlande	6,0	-3,0	-7,5	-1,4
Zone euro	2,8	0,6	-4,0	0,7
USA	2,1	0,4	-2,5	2,2

Tableau 7
(suite et fin)

	2007	2008	2009	2010
Croissance de l'investissement productif (en %)				
Allemagne	6,9	5,3	-20,8	1,0
Pays-Bas	7,8	4,0	-14,8	-6,1
France	9,5	2,7	-11,8	-1,4
Italie	3,0	-4,6	-19,8	0,9
Espagne	9,0	-1,8	-25,4	-6,0
Irlande	15,6	-16,8	-25,0	-5,0
Taux de chômage (en %)				
Allemagne	8,4	7,3	7,7	9,2
Pays-Bas	3,2	2,8	3,4	5,4
France	8,4	7,8	9,5	10,2
Italie	6,1	6,8	7,8	8,7
Espagne	8,3	11,3	17,9	20,0
Irlande	4,6	6,0	11,7	14,0
Balance courante (en % du PIB)				
Allemagne	7,9	6,6	4,0	3,8
Pays-Bas	8,5	4,2	3,1	3,1
France	-2,3	-3,3	-2,3	-2,2
Italie	-1,8	-3,0	-2,4	-2,4
Espagne	-10,0	-9,5	-5,4	-4,6
Irlande	-5,3	-5,1	-3,1	-1,8
Solde public (en % du PIB)				
Allemagne	0,2	0,0	-3,4	-5,0
Pays-Bas	0,2	0,7	-4,7	-6,1
France	-2,7	-3,4	-8,3	-8,2
Italie	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3
Espagne	1,9	-4,1	-11,2	-10,1
Irlande	0,3	-7,2	-12,5	-14,7
Dette publique (en % du PIB)				
Allemagne	65,0	65,9	73,1	76,7
Pays-Bas	45,5	58,2	59,8	65,6
France	63,8	67,4	76,1	82,5
Italie	103,5	105,8	114,6	116,7
Espagne	36,1	39,7	54,3	66,3
Irlande	25,1	44,1	65,8	82,9

L'Italie, frappée de langueur depuis son entrée dans la zone euro, limite le dérapage du déficit public et du chômage, même si sa dette publique, héritée du passé, apparaît comme un handicap lourd. La faible montée du chômage s'explique surtout par une augmentation spectaculaire des travailleurs pauvres dans ce pays.

La France apparaît dans une situation délicate. Le dérapage de ses comptes publics frise l'embarquée, le déficit de la balance courante met à nu la crise de l'offre qui frappe le pays, tandis que la dégradation du marché de l'emploi est sans commune mesure avec celle observée aux Pays-Bas.

Le tableau 7 montre à quel point la zone euro n'a plus rien d'une zone monétaire optimale : la divergence des performances semble prélude à de très vives tensions sur les primes de risque au sein de la zone euro. Que peut-on attendre de la période qui suivra la crise économique de 2008-2009 ?

Comme l'illustre le tableau 7 et les prévisions des organisations internationales, l'investissement productif s'effondre dans l'ensemble de l'Union européenne et en Amérique du Nord en 2009 et reste déprimé en 2010, car il faudra attendre que la consommation reparte pour que les entreprises aient à nouveau besoin de renouveler leur appareil de production. Mais si la consommation devait repartir en 2010 dans le monde développé, les entreprises de la planète devront massivement réinvestir à partir de 2011 pour compenser le sous-investissement anticipé en 2009-2010.

L'Allemagne et le Japon, qui sont les deux grands producteurs de biens d'équipement dans le monde, bénéficieront alors d'un regain de croissance. Les Pays-Bas, dont l'économie est très liée à celle de l'Allemagne, devraient également bénéficier d'une amélioration sensible de ses perspectives économiques.

L'Espagne et l'Irlande devraient continuer de souffrir d'un modèle économique inadapté, alors que le désendettement des ménages pourrait se poursuivre dans ces deux pays.

L'Italie devrait continuer son bonhomme de chemin de vieux pays endetté avec une petite lumière qui s'allumera dans les PME dynamiques du nord de l'Italie qui devraient bénéficier de la reprise mondiale.

La position de la France sera à nouveau délicate. La crise de l'offre sera toujours aussi violente et la forte montée du taux national de chômage en 2009-2010 se traduira par une spectaculaire dégradation des conditions de vie dans les banlieues et les dernières régions industrielles du pays.

Non seulement la divergence des performances entre les principaux membres de la zone euro s'accroîtra en 2009-2010, mais elle devrait être encore plus intense au cours de la reprise après 2010.

*OBJECTIFS STRATÉGIQUES SOUHAITABLES
POUR CONSOLIDER LA ZONE EURO*

Pour reconstruire l'euro sur des bases saines, il faut un gouvernement économique de la zone euro, au service d'une politique stratégique autonome, qui coordonne le *policy mix* de l'ensemble de la zone euro et instaure un minimum de fédéralisme fiscal au sein de cette même zone en contrepartie de la mise en place de règles fiscales et sociales minimales (Saint-Étienne, 2007). Ces éléments de règles fiscales et sociales minimales constitueraient le socle du nécessaire Contrat social européen qui favoriserait la mobilité des travailleurs au sein de la zone euro.

Rappelons que l'Europe qui résulte du traité de Maastricht est fondée sur un choix favorable à une union sans harmonisation sociale et fiscale. Le refus de toute harmonisation sociale est apparu quand a éclaté la polémique sur le projet de la directive Bolkestein. Il a été gelé lors du sommet européen de Bruxelles le 22 mars 2005, avant les référendums sur le traité constitutionnel européen en France et aux Pays-Bas de mai-juin 2005, mais le texte a été adopté ultérieurement. Si le texte adopté en 2006 retient l'application du droit du travail du pays membre aux travailleurs sur son territoire, il entérine le principe de concurrence par la non-harmonisation des règles sociales et par les coûts de main-d'œuvre. Un État membre peut ainsi conduire une politique de désinflation salariale compétitive sans avoir à rendre de comptes, alors que la Commission européenne sanctionnera un État dont le déficit public atteint 3,1 % du PIB. La concurrence fiscale est inscrite dans le fonctionnement du marché unique européen et n'est pas remise en cause dans le traité de Lisbonne. Chaque pays peut fixer au niveau qu'il souhaite le taux de l'impôt sur les sociétés, le taux marginal de l'impôt sur le revenu, les taux de fiscalité sur les différents produits d'épargne, ou supprimer toute imposition sur la fortune. Un pays souhaitant attirer sur son territoire les entreprises d'autres pays de l'Union européenne peut ainsi fixer à un niveau trois fois plus faible qu'en France le taux de l'impôt sur les sociétés (c'est le cas de l'Irlande). Or, quinze pays de l'Union européenne ont des comportements de « prédation » de la valeur ajoutée des autres pays membres de l'Union par le biais de la concurrence fiscale.

La continuation d'une pratique de concurrence fiscale et sociale à l'intérieur d'une union politique qui se prétend solidaire est évidemment une contradiction majeure. De ce point de vue, il ne faut pas confondre la nécessité de la concurrence sur les marchés des biens et des services, qui améliore l'efficacité du système économique, et la concurrence par les normes fiscales et sociales, qui conduit à la destruction des capacités d'action des États modernes tout en

provoquant une réduction continue des droits sociaux des travailleurs. S'il semble improbable que l'Union européenne se dirige vers une harmonisation fiscale et sociale, il est impératif qu'un accord se fasse sur des normes fiscales et sociales minimales. La crise actuelle pourrait conduire à des progrès car la plupart des pays en grande difficulté au sein de l'Union européenne ont été les principaux partisans d'une concurrence fiscale et sociale sans frein. C'est le moment ou jamais d'initier une négociation selon laquelle l'approfondissement de l'Union européenne se ferait par l'apport des aides nécessaires en contrepartie de normes fiscales et sociales minimales.

En quoi pourrait consister le fédéralisme fiscal au sein de la zone euro ? On pourrait mettre en œuvre une base fiscale commune pour l'impôt sur les sociétés au sein de l'Union européenne et un taux minimal au sein de la zone euro qui pourrait être de 18 % ou 20 %, un tiers des recettes étant reversé au budget de la zone euro. Ce budget serait également alimenté par un impôt de 0,5 % sur la valeur ajoutée dans la zone euro, par un impôt de 1 % sur tous les revenus versés au sein de la zone euro et par une taxe de 2 % sur la consommation au sein de cette même zone. Les prélèvements obligatoires nationaux des pays membres de la zone euro seraient réduits à due concurrence des recettes résultant de ces quatre impôts.

206

Comment fonctionnerait le fédéralisme fiscal au sein de la zone euro ? Seul le budget de la zone euro servirait pour amortir les chocs dits symétriques, c'est-à-dire affectant l'ensemble de ladite zone ou un nombre significatif de pays. Les budgets des États membres devraient suivre les prescriptions du Pacte de stabilité et de croissance de 2005 en visant un déficit budgétaire qui ne dépasserait pas 1 % de leur PIB lorsque leur croissance serait proche de leur potentiel et ils devraient tendre vers une dette publique brute inférieure à 45 % du PIB en dehors des périodes de crise. Les États membres pourraient être autorisés par un Conseil de la politique économique de la zone euro à avoir des déficits compris entre 1 % et 3 % du PIB en cas de chocs asymétriques. La dette fédérale de la zone euro devrait tendre vers zéro en cas de bonne conjoncture durable, afin que sa capacité d'emprunt puisse être mobilisée en cas de chocs symétriques.

Le budget de la zone euro financerait des éléments communs de politique énergétique, de politique de R&D, de politique environnementale ainsi que des infrastructures structurantes pour l'ensemble de la zone euro. L'ensemble de ces politiques constituerait le fondement d'une politique stratégique autonome tournée vers le développement économique (PSADE) de la zone euro.

Pour ce qui est de l'organisation juridique de la zone euro, on pourrait poser le principe que tout ce qui est actuellement décidé au niveau de

l'Union européenne resterait à son niveau. Tout ce qui serait nouveau et concourrait à asseoir le gouvernement économique de la zone euro résulterait d'accords de coopération renforcée entre les pays membres de la zone euro qui seraient conclus soit dans l'Union européenne, soit en dehors des traités européens si certains partenaires cherchaient à bloquer ces accords.

Dans ce nouvel équilibre institutionnel, la zone euro retrouverait des caractéristiques de zone monétaire optimale car la mobilité des travailleurs serait favorisée par le renforcement du Contrat social européen et une meilleure portabilité des droits sociaux ; le fédéralisme budgétaire conduit par le gouvernement économique de la zone euro permettrait de faire face aux chocs économiques en faisant jouer un minimum de solidarité effective entre États membres ; la politique de change serait pilotée par une instance commune ayant une vraie légitimité démocratique directe et la capacité de tenir tête aux autres grandes puissances de la planète ; et le *policy mix* de la zone euro serait enfin optimisé par un gouvernement économique dont les décisions s'inscriraient dans la PSADE.

Le risque d'éclatement de la zone euro est réel, même si les pays membres feront tout pour l'éviter. Pour consolider l'euro, il existe un chemin de crête qui consiste à mettre en place un gouvernement économique de la zone euro avec un minimum de fédéralisme fiscal.

BIBLIOGRAPHIE

- ALESINA A., ARDAGNA S. et GALASSO V. (2008), « The Euro and Structural Reforms », *NBER Working Paper*, n° 14479, novembre.
- BOURGUINAT H. (1973), « Des moyens de l'intégration monétaire européenne », *L'actualité économique*, Montréal.
- COOPER R. (1977), « Worldwide versus Regional Integration. The Optimum Size of the Integrated Area », in *Economic Integration, Worldwide, Regional, Sectoral*, Machlup F. (éd.), Londres.
- DIDIER M. et al. (2008), *Politique de change de l'euro*, Conseil d'analyse économique, rapport, décembre.
- FRANKEL J. A. (2008), « The Estimated Effects of the Euro on Trade : Why Are They Below Historical Effects on Monetary Unions Among Smaller Countries ? », *NBER Working Paper*, n° 14542, décembre.
- McKINNON R. (1963), « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 53.
- MUNDELL R. (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51.
- SAINT-ÉTIENNE C. (2007), « Comment améliorer la gouvernance économique européenne ? », *Revue française d'économie*, vol. 21, avril.

