

L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE SERA PLUS FORTE, PLUS LARGE, PLUS INTÉGRÉE ET FONCTIONNERA MIEUX EN 2019

KLAUS REGLING *

Nous avons appris en 2008 et au début de 2009 que les prévisions et les projections constituent un exercice risqué, en particulier lorsqu'elles portent sur un horizon lointain. Les points développés ici constituent mon scénario de référence pour les dix prochaines années. D'autres scénarios sont possibles, bien sûr, et je les mentionne rapidement à la fin de l'article.

133

PRINCIPALES ÉVOLUTIONS AU COURS DES DIX PROCHAINES ANNÉES

La santé de la zone euro, sa réussite économique et le rôle international de l'euro en 2019 résulteront, dans une large mesure, des politiques économiques adoptées par les États membres et la zone euro dans son ensemble. De ce point de vue, la deuxième décennie de l'euro ressemblera à la première. Cependant, durant ces dix années à venir, un certain nombre d'autres évolutions majeures, en Europe et à l'échelle mondiale, affecteront l'euro, voire le transformeront, et elles auront également une incidence significative sur la gouvernance et sur les politiques mises en œuvre dans la zone euro. Ces évolutions sont les suivantes :

- la rapide croissance en taille de la zone euro ;
- les mutations en cours de l'économie mondiale ;
- les effets à moyen et long termes de la crise financière de 2007-2009.

* Président, KR Economics (cabinet de consultants économiques et financiers à Bruxelles).

Une zone euro élargie

Il est probable que la zone euro comptera 28 États membres en 2019, à savoir tous les pays membres de l'Union européenne en 2009, à l'exception du Royaume-Uni, plus les nouveaux États membres, la Croatie et l'Islande. Les autres pays des Balkans occidentaux et l'Albanie ont vocation à adhérer à l'Union européenne avant 2019 et rejoindront le mécanisme de change européen (MCE) peu de temps après. La Suisse et la Norvège pourraient bien être dans une situation analogue. La participation de la Turquie à l'Union européenne reste controversée.

Le fait que la zone euro compte déjà 28 États membres en 2019 et que la probabilité que ce nombre passe à 35 ou à 37 très peu de temps après cette date aura de profondes implications pour :

- la gouvernance de la zone, c'est-à-dire le fonctionnement de l'Eurogroupe et du Conseil de la Banque centrale européenne (BCE) ;
- l'extension nécessaire de la coordination des politiques économiques ;
- et le rôle international de l'euro.

Les mutations en cours de l'économie mondiale

134

La structure de l'économie mondiale sera modifiée substantiellement dans les dix prochaines années et au-delà. Les économies de marché émergentes d'Asie et d'Amérique latine continueront d'afficher une croissance beaucoup plus rapide que les économies plus avancées d'Europe, d'Amérique du Nord et du Japon. Il s'agit là, dans une large mesure, d'un phénomène de rattrapage normal, le revenu par habitant des économies de marché émergentes étant très inférieur à celui des économies les plus avancées. Cette tendance sera accentuée par les évolutions démographiques. Cela vaut particulièrement pour l'Europe (et le Japon), dont la population commencera à diminuer durant les dix prochaines années, tendance qui se poursuivra sur plusieurs décennies. La population diminuera également dans certaines économies émergentes (la Russie et la Chine), mais plus tard qu'en Europe, alors que dans d'autres pays (l'Inde et le Brésil), elle continuera de s'accroître. Le poids relatif des États-Unis ne diminuera que légèrement dans les toutes prochaines décennies, compte tenu de la croissance relativement soutenue de sa population sous l'effet, en partie, de l'immigration.

L'Asie, qui concentre la moitié de la population mondiale, deviendra probablement le principal moteur de l'économie mondiale dans les toutes prochaines décennies, ce qui sera déjà visible d'ici à 2019. À cette date, en effet, aucun pays européen ne figurera parmi les quatre premières économies mondiales, alors que trois d'entre elles

seront asiatiques. La puissance de l'Asie, à l'horizon des dix prochaines années, dépendra, dans une certaine mesure, de la capacité des (ou de certaines) économies de cette zone à renforcer l'intégration régionale. À cet égard, une question essentielle concerne la capacité du Japon et de la Chine à résoudre leurs conflits politiques et à jouer un rôle moteur dans cette intégration.

Quoi qu'il en soit, le poids relatif de l'Europe dans l'économie mondiale est appelé à diminuer fortement à l'avenir, en raison du processus de rattrapage des économies émergentes et d'évolutions démographiques défavorables en Europe (une diminution du poids économique relatif n'entraîne pas de baisse du niveau de vie de la population). Bien sûr, la mise en œuvre de réformes structurelles en Europe favoriserait la croissance de la productivité, retarderait le déclin relatif du continent et soutiendrait la hausse du revenu par habitant.

Dans un premier temps, le poids économique relatif de la zone euro dans l'économie mondiale sera soumis à deux tendances opposées : le nombre croissant de pays membres donnera plus de poids (dans un premier temps) à l'euro. Cependant, le taux de croissance plus élevé des économies émergentes et les évolutions démographiques réduiront le poids relatif de la zone euro, même si certains pays d'Europe de l'Est, qui ont vocation à la rejoindre au cours des dix prochaines années, sont également des économies en processus de rattrapage dont les taux de croissance pourraient être de nouveau très élevés durant un certain temps, après la fin de la crise financière. Cependant, ces économies sont de petite taille. Seule l'adhésion de la Turquie et de l'Ukraine à l'Union européenne, puis à la zone euro, pourrait compenser les évolutions démographiques négatives en Europe. Le poids relatif d'une zone économique constitue, bien évidemment, l'un des facteurs déterminants de l'importance internationale de sa monnaie.

135

Les effets de la crise financière

La crise économique et financière de 2007-2009, la plus grave que l'on ait connue en soixante-quinze ans, peut avoir des conséquences importantes sur la structure de l'économie mondiale et sur le rôle de l'euro au sein du système monétaire international.

La crise entraînera une révision à la baisse des taux de croissance potentiels dans de nombreuses parties du monde. Ce phénomène est « normal » après une récession économique, dans la mesure où le capital devient obsolète, l'investissement physique et la R&D diminuent et le chômage structurel augmente. Toutefois, après la crise, plusieurs autres facteurs sont susceptibles d'avoir une incidence négative sur la croissance tendancielle :

- diverses bulles (notamment dans le secteur immobilier et les services

financiers) ont poussé la croissance tendancielle à la hausse avant la crise, ce qui ne devrait normalement pas se reproduire ;

- le processus de mondialisation et de libéralisation des échanges commerciaux sera moins important et pourrait même être inversé par le recours à des mesures protectionnistes ;
- les aides de l'État et d'autres mesures d'urgence ont réduit la concurrence ;
- le poids du secteur public augmentera, tout comme les taux d'imposition.

Tous ces facteurs abaisseront la croissance potentielle pendant un certain nombre d'années, peut-être même jusqu'en 2019¹. Le point important est que cette baisse de la croissance potentielle sera plus prononcée en Europe et aux États-Unis que dans les principales économies émergentes (même si celles-ci doivent également pâtir du moindre degré de mondialisation). Par conséquent, l'importance relative croissante des économies de marché émergentes, précédemment décrite, sera renforcée par la crise. En revanche, il se peut également que les responsables de la politique économique et le grand public prennent davantage conscience de la nécessité de réformes structurelles dans la zone euro pour accélérer la hausse de la productivité.

136

Un autre aspect de la crise qui aura une incidence profonde sur le rôle de l'euro au sein du système monétaire international est le risque que les stratégies de sortie de crise soient mises en œuvre différemment d'un pays à l'autre. Il est possible que les autorités américaines mettent un terme aux mesures de relance budgétaire et monétaire moins rapidement que les autorités de la zone euro. Pour les États-Unis, l'important semble être de ne pas répéter les erreurs du milieu des années 1930 (lorsque le stimulus des mesures de relance avait été retiré trop rapidement), alors que l'Europe s'attache davantage à ne pas réitérer celles commises au début de cette décennie et à la fin des années 1970 (lorsque le stimulus avait été retiré trop lentement). Les autorités américaines semblent être moins préparées à examiner les conséquences d'une probable inversion à la baisse de la croissance potentielle au cours des toutes prochaines années, alors que les ministres des Finances de la zone euro et de l'Union européenne ont commencé à envisager des stratégies de sortie de crise dès le printemps 2009. La BCE aura plus de facilité à revenir sur sa politique monétaire accommodante, la majeure partie de ses opérations d'apport de liquidités en urgence étant vouée à s'éteindre automatiquement à un moment donné (à moins que ces opérations ne soient renouvelées) alors que, pour atteindre le même résultat, le Système fédéral de réserve devra prendre des décisions spécifiques. Dans la mesure où les taux de croissance seront décevants pendant quelque

temps, il sera très difficile, du point de vue politique, d'adopter des mesures discrétionnaires visant à retirer de la liquidité, à relever les taux d'intérêt et à réduire les déficits budgétaires. La tâche sera plus aisée pour l'Europe, qui privilégie traditionnellement les déficits faibles et une inflation peu élevée, et la BCE usera de sa très grande indépendance pour prendre les mesures nécessaires.

Les conséquences de la mise en œuvre de stratégies de sortie de crise aussi différentes pourraient être de taille. Un scénario analogue à celui de la seconde moitié des années 1970 pourrait se mettre en place : à l'époque, la surestimation de l'écart de production (*output gap*) aux États-Unis avait conduit le Système fédéral de réserve à adopter une orientation trop laxiste de sa politique monétaire. Les taux d'inflation avaient alors dépassé les 10 % et le taux de change du dollar s'était déprécié face aux monnaies des principales économies européennes où l'inflation était mieux maîtrisée. Dans un scénario de ce type, les principaux détenteurs de réserves de change en Asie et au Moyen-Orient sont susceptibles d'opérer une diversification plus rapide que prévue de leurs avoirs en devises, ce qui affaiblirait le rôle du dollar au sein du système. Aujourd'hui, d'ores et déjà, les préoccupations relatives aux niveaux du déficit budgétaire et de la dette publique aux États-Unis semblent progresser davantage que celles relatives aux finances publiques de la zone euro².

137

LES IMPLICATIONS POUR LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Les dix premières années de l'euro ont été qualifiées de réussite majeure par la plupart des observateurs. Toutefois, il a aussi été largement admis que des faiblesses, auxquelles il était nécessaire de remédier afin d'améliorer encore le fonctionnement de l'union monétaire, étaient présentes dans les domaines suivants :

- la gouvernance ;
- la coordination des politiques économiques ;
- l'intégration et la surveillance des marchés financiers ;
- la représentation extérieure et le rôle international de l'euro.

Les trois évolutions que j'ai décrites au début de cet article sont susceptibles d'assombrir de manière significative la deuxième décennie de l'euro. Les politiques économiques menées au sein de la zone euro joueront bien sûr, elles aussi, un rôle majeur, mais il est probable que l'élargissement de la zone, le recul de l'importance de l'Europe dans l'économie mondiale et la mise en œuvre de stratégies de sortie de crise différenciées auront une forte incidence sur la gouvernance, la coordination des politiques économiques, les marchés financiers et le rôle international de la zone.

La gouvernance

L'importance de l'Eurogroupe continuera de se renforcer au cours des dix prochaines années. Le traité de Lisbonne reconnaît, pour la première fois, son existence juridique. Si le nombre de pays participant à l'Eurogroupe et au Conseil Écofin est pratiquement identique vers la fin de la prochaine décennie, l'adhésion imminente d'un grand nombre de nouveaux États membres de l'Union européenne entraînera cependant de nouvelles modifications. Il faudra attendre une autre décennie environ pour que ces deux organes puissent être fusionnés. Pour cela, il faudra avoir clairement défini où s'arrêtent les frontières de l'Union européenne et si la Turquie et l'Ukraine (ainsi que la Biélorussie et la Moldavie) sont autorisées à adhérer.

Jusqu'à là, et certainement en 2019, l'Eurogroupe sera la principale instance de coordination des politiques économiques en Europe et de représentation extérieure de l'euro. Avec 28 membres, les méthodes de travail de l'Eurogroupe devront être rationalisées, afin de garantir l'efficacité des procédures et un suivi efficace des mesures adoptées. Il serait extrêmement utile que le commissaire aux Affaires économiques et monétaires puisse présider l'Eurogroupe avec rang de vice-président (tout comme un autre vice-président de la Commission aura vocation à présider le Conseil des Affaires étrangères lorsque le traité de Lisbonne sera ratifié), mais il est improbable que le traité puisse être amendé en ce sens d'ici à 2019. Quoi qu'il en soit, le rôle de la Commission en matière de préparation de l'Eurogroupe, de surveillance des économies des États membres et du suivi indispensable des mesures adoptées sera encore plus important en 2019 qu'aujourd'hui, compte tenu du nombre croissant d'États membres.

Le fonctionnement de la BCE sera également touché par l'élargissement de la zone euro à de nouveaux membres. Des réunions du Conseil des gouverneurs avec 28 gouverneurs en 2019 (bientôt 35 ou 37), 28 sous-gouverneurs et 6 membres du Directoire ne peuvent être efficaces, même lorsque le système de rotation des droits de vote sera mis en œuvre. Le nombre de participants est bien trop élevé et le poids relatif du Directoire trop faible. Les débats sur la modification de la gouvernance du Conseil de la BCE devraient être bien engagés d'ici à 2019. Une possibilité consisterait à ne laisser que 6 gouverneurs de banque centrale ainsi que 6 membres du Directoire assister aux réunions du Conseil et prendre les décisions de politique monétaire, en laissant au président de la BCE la voix prépondérante en cas de partage des voix. Les 6 gouverneurs pourraient être élus par leurs pairs, c'est-à-dire par l'ensemble des 28 ou des 37 gouverneurs, pour un mandat de deux ou trois ans (avec, peut-être, un renouvellement possible), ou un système de rotation plus strict

pourrait être adopté. Cependant, là encore, les modifications nécessaires du traité ne pourraient probablement pas être adoptées avant 2019.

La coordination des politiques économiques

Dans leur bilan des dix premières années de l'euro, de nombreux observateurs ont critiqué le manque de coordination des politiques économiques, en termes à la fois d'engagements des gouvernements membres et d'ampleur. De quelle manière cet aspect évoluera-t-il au cours de la deuxième décennie de l'euro ?

Selon une interprétation optimiste, les tendances identifiées précédemment sont susceptibles de favoriser la coordination des politiques économiques. La crise a fait clairement apparaître :

- que les effets de contagion dans la zone euro sont importants ;
- que les déséquilibres accumulés au sein de la zone (en termes de compétitivité et de solde des transactions courantes) auraient dû être résorbés plus tôt ;
- que l'équilibre budgétaire en phase normale du cycle conjoncturel est en effet indispensable pour pouvoir faire face à la crise et à un choc démographique ;
- que les réformes structurelles sont nécessaires si l'on veut se prémunir contre les chocs asymétriques et renforcer la capacité d'ajustement infrazone³ ;
- que la gestion de la crise est plus efficace si elle est bien coordonnée ;
- et que tous ces objectifs sont politiquement plus faciles à réaliser si les membres de la zone sont solidaires, font preuve d'une meilleure coordination et mettent à profit leurs synergies.

L'élargissement rapide de la zone euro peut également contribuer à persuader les gouvernements de l'intérêt d'une coordination plus poussée et plus efficace de leurs politiques économiques. La nécessité de rationaliser les procédures de l'Eurogroupe est évidente si la zone euro compte 28 pays (et plus, selon les prévisions). De même, avec 28 membres, aucun pays de la zone euro ne peut s'attendre à ce que la politique monétaire de la BCE réponde exactement à ses besoins spécifiques. Des réformes structurelles seront, par conséquent, indispensables.

Le déclin de l'importance de l'Europe dans le monde doit également convaincre les gouvernements membres qu'il est de leur intérêt de créer une entité économique qui fonctionne mieux, ce qui est la seule façon d'« avoir voix au chapitre » dans le monde. Au fur et à mesure que les problèmes démographiques deviendront plus visibles, la nécessité de mettre en œuvre des réformes structurelles pour stimuler la croissance de la productivité sera plus largement admise.

Bien sûr, rien de ce que je viens de décrire n'est entièrement garanti et des scénarios moins optimistes peuvent être imaginés. Néanmoins, la crise, l'élargissement de la zone euro et son déclin économique relatif devraient permettre d'avancer dans la bonne direction.

L'intégration et la surveillance des marchés financiers

L'intégration des marchés financiers européens s'est déroulée avec succès durant la première décennie de l'euro. Cependant, de nouvelles avancées sont souhaitables dans des domaines comme les services financiers de détail et le financement par émission d'obligations d'État ou privées. Il est également frappant de constater que les banques commerciales exerçant une activité transfrontière soient relativement peu nombreuses et que les opérations de fusion entre banques soient encore plus rares. Un marché financier en euro plus efficient et plus liquide sera utile au bon fonctionnement de la zone euro, car il rendra plus facile l'ajustement économique *via* le partage des risques et aboutira à une transmission plus uniforme de la politique monétaire de la BCE à travers la zone.

L'intégration des marchés financiers doit être complétée par la mise en place d'un système de surveillance consolidé. La création d'un système européen de surveillance et de régulation des marchés financiers réellement consolidé est une tâche comparable à la création de l'Union économique et monétaire (UEM). Il s'agit d'un complément nécessaire de l'euro, qui doit permettre de mieux faire correspondre le système actuel de surveillance fragmenté à des marchés financiers beaucoup plus intégrés.

Il semble évident que la crise a donné un important coup de pouce aux réformes nécessaires. Sans cette crise, aucun mandat n'aurait été accordé au groupe de Larosière et ses recommandations n'auraient pas été entérinées par le Conseil européen en juin 2009. La pleine mise en œuvre de ces recommandations prendra des années et ne sera pas aisée, mais elle ne peut être qu'une première étape. Dans dix ans, l'Union européenne (ou la zone euro) se sera nettement rapprochée d'un système de surveillance réellement consolidé, doté d'institutions paneuropéennes, mais il est peu probable que ce processus sera totalement achevé. Là encore, les modifications nécessaires du traité ne pourront intervenir aussi rapidement.

Quels sont les coûts qu'entraînerait un retard dans la création d'un système de surveillance véritablement consolidé ? En termes de prévention, de gestion et de résolution des crises, ce coût sera sans doute faible car il est peu probable qu'une nouvelle crise majeure survienne sur les marchés financiers dans les dix années à venir. En revanche, la réduction du coût des activités bancaires transfrontières ne sera pas

aussi importante qu'elle le devrait, ce qui aura une incidence négative sur l'efficacité et la croissance.

La représentation extérieure et le rôle international de l'euro

La nécessité d'une représentation plus cohérente et plus efficace de la zone euro dans les institutions et les enceintes financières internationales devient urgente. Considérés individuellement, les pays européens sont trop petits, et le deviendront encore plus en termes relatifs, pour peser réellement sur les négociations internationales. Aucun d'entre eux ne figurera parmi les quatre premières économies mondiales en 2019.

Dans le même temps, compte tenu de l'augmentation rapide du nombre d'États membres, la zone euro pourrait être l'un des principaux acteurs au niveau mondial si elle est capable de s'exprimer d'une seule et même voix. Elle devrait posséder un représentant unique au FMI, une délégation au G7 (qui pourrait être transformé en G4 avec les États-Unis, la zone euro, le Japon et la Chine) et une délégation dans les autres instances où sont débattues les questions financières et monétaires. Il s'agirait là d'une étape importante vers un système monétaire international multipolaire, dans lequel l'euro serait l'une des trois ou quatre grandes devises mondiales. Dans des groupes plus larges, tels que le G20, où sont également examinés des sujets comme le changement climatique et le développement, une représentation européenne élargie pourrait être appropriée, mais nécessiterait une bonne coordination avant chaque réunion.

Une représentation unifiée de la zone euro au FMI et au G7 exigera la mise en place de mécanismes de coordination internes appropriés, ce qui exigera en retour une plus grande efficacité en matière de gouvernance de la zone euro. Cependant, à cet égard, les Européens sont experts en matière de coordination interne et d'adoption de « positions communes », parce qu'ils ont fonctionné avec un système de ce type avec succès depuis des décennies, dans le domaine des échanges commerciaux.

Les Européens ne doivent en aucun cas perdre de vue que le reste du monde perd patience et n'accepte plus que l'Europe soit sur-représentée au FMI, au G7... Par conséquent, l'Europe paiera un double prix si elle n'évolue pas : d'une part, en suscitant de la mauvaise volonté à son égard de la part du reste du monde et, d'autre part, en n'étant pas en mesure d'exercer l'influence qu'une représentation plus unifiée lui apporterait.

Les facteurs spécifiques recensés au début de cet article devraient permettre d'avancer dans cette direction. La crise a démontré la nécessité d'une meilleure coordination et d'une représentation unifiée.

Compte tenu du risque que comporte la mise en œuvre de stratégies de sortie de crise divergentes, la zone euro doit se préparer à s'exprimer d'une seule et même voix sur la scène internationale, à anticiper et, dans une certaine mesure, à gérer les questions de politique macro-économique et de taux de change. Le recul relatif du poids de la zone euro dans l'économie mondiale doit convaincre les responsables politiques encore réticents de certains pays de la zone qu'il s'agit pour l'Europe de la seule possibilité de peser sur les questions économiques mondiales. Enfin, une zone euro comptant entre 28 et 37 membres serait trop fragmentée, si elle ne mettait pas en place de solides mécanismes de coordination interne.

LES RISQUES

Le scénario présenté jusqu'ici constitue sans doute le scénario de référence pour les dix prochaines années. La crise, les mutations en cours de l'économie mondiale et l'élargissement de la zone euro rendent ce scénario encore plus probable, dans la mesure où ces tendances apportent la preuve aux responsables politiques et au grand public de l'utilité d'un bon fonctionnement de la zone euro.

142

On ne peut toutefois exclure des scénarios moins favorables. La crise a montré, par exemple, une tendance inquiétante à la « renationalisation » dans certains domaines comme la politique de la concurrence. Si la zone euro réalisait moins de progrès qu'il n'est possible et nécessaire dans les domaines de la gouvernance, de la coordination des politiques économiques, des réformes structurelles, de l'intégration et de la surveillance des marchés financiers et de la représentation extérieure, elle ne fonctionnerait pas aussi bien qu'elle le devrait, avec de graves conséquences sur le niveau de vie de ses citoyens et sur le poids de l'Europe dans le monde. En particulier, le risque existe que les divergences en termes de compétitivité, de déséquilibres de balances courantes et de soldes budgétaires s'accroissent sous l'effet des progrès inégaux accomplis dans la mise en œuvre de réformes structurelles.

Si ces risques se matérialisent, il se peut qu'un plus petit groupe de pays décide d'aller de l'avant par le biais de la « coopération renforcée » prévue par le traité. Si une telle évolution est préférable à l'absence totale de progrès ou à l'apparition de divergences croissantes, la coopération renforcée d'un sous-groupe de pays de la zone euro peut néanmoins devenir une importante source de divisions.

Il existe de bonnes chances (mais pas de garanties) que la zone euro soit plus robuste, plus étendue, plus intégrée et mieux armée pour fonctionner harmonieusement d'ici à 2019. À cet horizon, les

structures de gouvernance devraient avoir été améliorées, la coordination des politiques économiques élargie et approfondie, l'intégration et la surveillance des marchés financiers renforcées, et la représentation extérieure unifiée. Néanmoins, dans certains de ces domaines, des modifications qui devront être apportées au traité risquent de ne pas pouvoir être adoptées d'ici à 2019.

Tout ceci ne signifie pas que la zone euro fonctionnera comme un seul et unique pays. La mise en œuvre des politiques budgétaires et structurelles restera du ressort des autorités nationales sous une forme décentralisée et la souveraineté nationale dans ces domaines sera préservée. Cependant, la coordination aura été améliorée et des progrès seront accomplis vers la définition de solutions centralisées dans un petit nombre de domaines où cela est nécessaire, comme la surveillance des marchés financiers. Les évolutions dans le reste du monde seront telles que tous les acteurs comprendront que le prix à payer pour l'inaction serait tout simplement trop élevé.

NOTES

1. Les organisations internationales ont déjà réduit de près d'un point de pourcentage le taux de croissance potentiel aux États-Unis et dans l'Union européenne, mais ces estimations n'intègrent probablement pas l'ensemble des facteurs négatifs précités.
2. Le professeur Stiglitz, par exemple, a déclaré en août 2009 que le rôle du dollar en tant que bonne réserve de valeur pouvait être remis en question.
3. Voir : l'étude *EMU@10* de la DG ECFIN, publiée en mai 2008, qui fournit des éléments sur le fait que les réformes structurelles menées dans les pays partageant la même monnaie présentent des « multiplicateurs » plus élevés qu'ailleurs.

