

Bulletin du FMI

L'euro au seuil de ses dix ans

Alors que l'euro franchit une étape, l'Union monétaire connaît un ralentissement

Martin Čihák et Wim Fonteyne
Département Europe du FMI
5 août 2008

- L'union monétaire est un succès, mais l'union économique reste inachevée
- La zone euro aux prises avec un ralentissement de la croissance et une inflation inconfortablement élevée
- Un puissant dynamisme politique est nécessaire pour améliorer les conditions de la stabilité financière

Bien que l'économie de la zone euro ait affiché jusqu'ici une bonne tenue, elle se trouve à présent confrontée à la fois à une inflation inconfortablement élevée et à un ralentissement de son activité.

Il y a dix ans, les chefs d'État de l'Union européenne (UE) donnaient le feu vert à la troisième phase de l'Union économique et monétaire (UEM), approuvant le lancement de l'euro dans 11 États membres de l'UE le 1^{er} janvier 1999. Depuis lors, quatre autres États membres de l'UE ont adopté cette devise, et la Slovaquie devrait leur emboîter le pas au début de 2009.

Un net succès

À l'occasion de son examen annuel des politiques économiques de la zone euro, le [Conseil d'administration](#) du FMI a salué cet anniversaire, notant que l'union monétaire a été un net succès et que les cadres de politiques de l'UEM ont fait de la zone euro un havre de stabilité dans l'économie internationale.

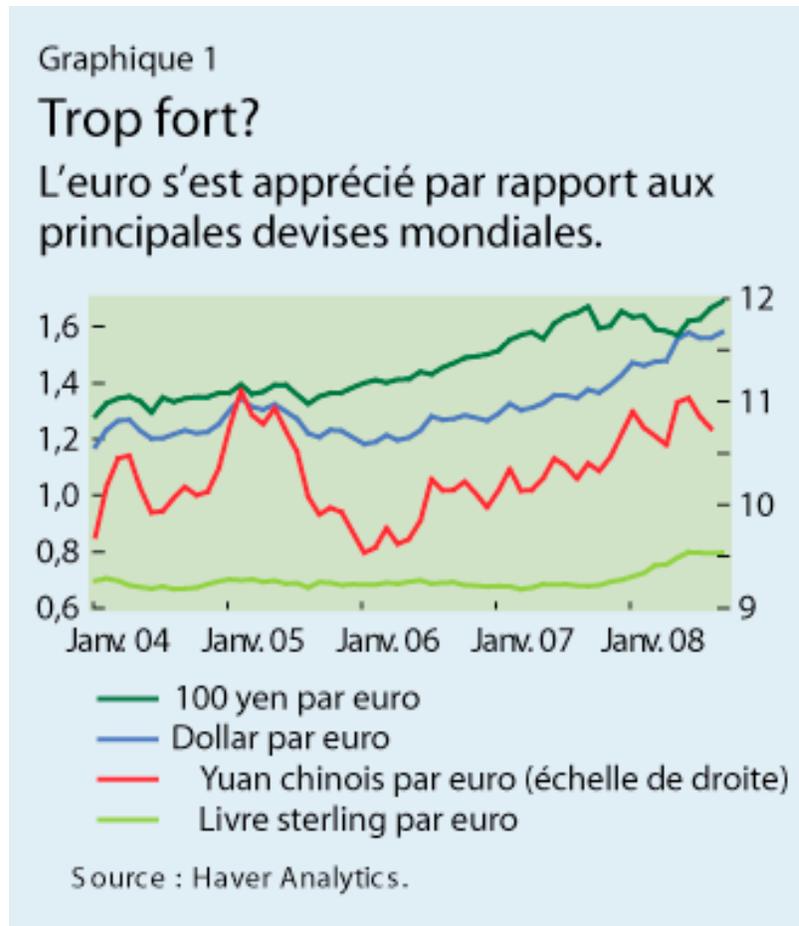
Mais les administrateurs du FMI ont également souligné que l'union économique reste inachevée : l'accroissement de la productivité de la zone euro reste décevant, et de vastes disparités économiques persistent entre les 15 pays qui utilisent l'euro aujourd'hui.

Ébranlée par des secousses

Un certain nombre de facteurs ajoutent à ces difficultés structurelles. L'économie de la zone euro est soumise à des tensions causées par une série de chocs, qui proviennent notamment des marchés des produits de base et des marchés financiers. Récemment, les prix du pétrole ont atteint des niveaux records, les titres financiers ont fortement chuté, les coûts des

emprunts et les marges de protection contre le défaut de crédit ont augmenté, et les écarts entre les taux d'intérêt à court et à long terme sur les marchés monétaires restent élevés.

La plupart de ces phénomènes sont mondiaux, mais la zone euro se heurte au problème particulier que pose le fait que l'euro supporte une part disproportionnée de la dépréciation du dollar (graphique 1). Le FMI estime que le taux de change effectif réel de l'euro est à présent d'au moins 10 % supérieur à ce que justifient les modèles fondamentaux à moyen terme.



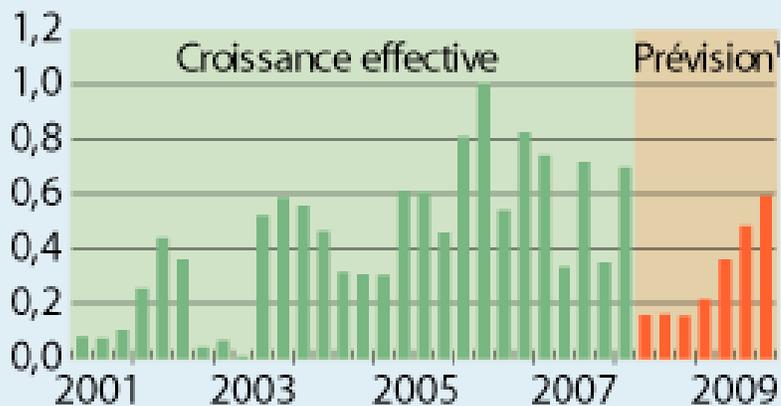
Malgré une bonne tenue affichée au départ, l'économie de la zone euro se trouve à présent confrontée à la fois à une inflation inconfortablement élevée et à un ralentissement de son activité. L'inflation a atteint le niveau record pour l'UEM de 4,1 % (quoiqu'elle demeure inférieure à 2 % si l'on exclut l'énergie et les produits alimentaires) et la croissance s'essouffle rapidement. Les services du FMI s'attendent à ce que la croissance reste faible au cours des prochains trimestres avant de reprendre son rythme en 2009 (graphique 2).

Graphique 2

Une passe difficile

La croissance de la zone euro devrait rester lente pendant plusieurs trimestres.

(croissance du PIB d'un trimestre à l'autre, en %)



Sources : Eurostat; calculs des services du FMI.

¹Prévisions préliminaires des *Perspectives de l'économie mondiale du FMI*.

Des choix difficiles

Dans ce contexte, la politique monétaire doit concilier le risque que le choc des prix actuels n'engendre un accroissement généralisé et durable de l'inflation avec la perspective que le ralentissement de l'économie ne commence peu à peu à exercer une pression à la baisse sur les prix et les salaires.

L'avenir dépend pour beaucoup de la façon dont les coûts de main d'œuvre et les perspectives de l'inflation évolueront. La progression modérée des salaires, au cours des dix dernières années, a été une bonne surprise, qui indique que les réformes passées du marché du travail ont amélioré l'arbitrage entre l'inflation et l'emploi. Cela est rassurant, comme l'est l'absence de signes que les tendances inflationnistes ne risquent de se déchaîner. Néanmoins, les risques d'une deuxième série de chocs restent réels.

Les difficultés financières actuelles compliquent les choix de politique : les conditions financières se sont sensiblement durcies depuis l'été dernier et le climat financier reste tendu. Dans ce contexte, le resserrement de la politique monétaire n'est pas dénué de risques. Après avoir relevé son principal taux directeur à 4,25 % le 3 juillet, la [Banque centrale européenne](#) (BCE) a annoncé qu'elle continuerait de suivre la situation de très près et de faire tout ce

qu'il faut pour instaurer la stabilité des prix — qui est le seul cap de sa «boussole politique». Le FMI estime qu'il vaut mieux maintenir les taux directeurs inchangés.

Gérer le resserrement du crédit

La BCE a joué un rôle crucial, réussissant à limiter l'impact de la crise financière mondiale grâce à un cadre de gestion de la liquidité qui s'est révélé à la fois souple et robuste. Le pari pour l'avenir sera de rétablir la profondeur et le bon fonctionnement des marchés interbancaires. À cet égard, la BCE garde judicieusement son cadre opérationnel sous constant examen, notamment pour ce qui est des garanties qu'elle accepte.

Néanmoins, les injections de liquidité de la BCE ne peuvent résoudre les problèmes qui sous-tendent la crise, et la stabilité financière reste des plus incertaines. S'il est vrai que le système bancaire de la zone euro est essentiellement sain, le contexte dans lequel il opère et sa rentabilité ont été durement touchés.

S'il y a un rayon de soleil dans cette crise, c'est peut-être qu'elle a donné une nouvelle impulsion au débat sur le cadre de stabilité financière de l'UE. La détermination de l'UE à créer un marché unique pour ses services financiers nécessite qu'elle s'achemine vers une plus grande responsabilité partagée et plus de transparence à l'égard de la stabilité financière. Des progrès importants ont été réalisés récemment dans cette direction, notamment avec l'adoption de principes communs pour la gestion des crises financières transfrontalières et un protocole d'accord correspondant, destiné à mettre ces principes en pratique.

Quoi qu'il en soit, les cadres nationaux de stabilité financière devront s'aligner sur ces principes. Pour cela, il faudra une ferme autorité politique — du type de celle qui a abouti à la création de l'euro, il y a dix ans de cela.

Une approche disciplinée

Les tensions financières et autres ne sauraient nous faire perdre de vue les saines politiques financières et structurelles qui restent la clé de la solide performance économique à long terme de la zone euro.

La zone euro et ses États membres ont tout intérêt à s'en tenir à un cadre de politique financière fondé sur des règles — tel que celui prévu par le [Pacte de stabilité et de croissance](#) (PSC). Ce pacte lui a permis d'imposer une plus grande discipline financière; cependant, il est essentiel que de nouveaux progrès soient réalisés dans la réduction des déficits budgétaires et de la dette, afin que les pays puissent faire face aux coûts du vieillissement de la population, qui devraient s'accroître rapidement après 2010.

Par ailleurs, les réformes structurelles passées et en cours s'avèrent fructueuses, notamment en ce qui concerne l'utilisation accrue de la main d'œuvre. Pour tirer profit de ces gains et former une union économique prospère, il importe que les politiques structurelles se concentrent de façon coordonnée sur les marchés des services encore protégés et sur l'aptitude des pays à faire face aux chocs.

En somme, l'euro a de bonnes raisons de célébrer, alors que l'on fait le bilan de ses dix premières années d'existence. Et il est bien placé pour s'affranchir des risques que font toujours peser les retombées du resserrement du crédit — à condition que l'on fasse les bons choix de politique.

Cet article est fondé sur un rapport et d'autres documents des services du FMI chargés de la zone euro. (<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn0898.htm>).

Si vous souhaitez réagir à cet article, écrivez à imfsurvey@imf.org

Traduction d'un article paru dans *IMF Survey magazine* : www.imf.org/imfsurvey