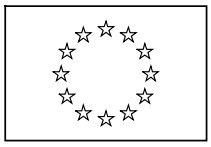


COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES

Bruxelles, le 19.6.2002
COM(2002) 332 final

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

La zone euro dans l'économie mondiale
– Bilan des trois premières années –

COMMUNICATION DE LA COMMISSION

TABLE DES MATIERES

RÉSUMÉ 3

1. SITUATION ECONOMIQUE ET REALISATIONS 8

1.1 La zone euro trois ans après, face au ralentissement mondial 8

1.2 Taux de change de l'euro et comptes extérieurs 10

1.3 Politiques macroéconomiques dans la zone euro 12

1.4 Coordination des politiques économiques dans l'UEM 15

2. ÉVOLUTION DE LA FORMATION DES SALAIRES DANS L'UEM 17

2.1 Introduction 17

2.2 Évolution globale des salaires: quelques faits saillants 18

2.3 Facteurs de la discipline salariale observée ces dernières années 20

3. L'INVESTISSEMENT ET LE POTENTIEL DE CROISSANCE DE LA ZONE EURO 23

3.1. Tendances de l'investissement dans la zone euro au cours des années 1990 23

3.2 Les déterminants de l'investissement dans la zone euro 25

4 LE SYSTÈME FINANCIER DE LA ZONE EURO 28

4.1 Évolution générale du système financier de l'UE 28

4.2 Marchés monétaires et d'instruments dérivés 29

4.3 Marchés obligataires 30

4.4 Marchés d'actions 32

4.5 Capital risque 34

4.6 Intermédiaires financiers 34

4.7 Les défis à venir pour les responsables des politiques 35

5. L'EURO COMME MONNAIE INTERNATIONALE 37

5.1 Introduction 37

5.2 L'utilisation internationale de l'euro par le secteur privé 37

5.3 L'utilisation internationale de l'euro par le secteur public 39

5.4 Les pays candidats et l'adoption de l'euro 40

5.5 La contribution de la zone euro à la coordination mondiale des politiques 41

La zone euro dans l'économie mondiale – Résumé

Le 1er janvier 1999, la troisième phase de l'UEM a démarré avec la participation de 11 États membres qui, comme le prévoyait le traité de Maastricht, avaient atteint un degré élevé de convergence nominale. Par la suite, on a jugé que la Grèce elle aussi remplissait les conditions requises pour pouvoir participer avec succès à la zone euro, que ce pays a donc rejoint le 1er janvier 2001. L'introduction des billets et des pièces le 1er janvier 2002 a été un exercice logistique difficile qui a toutefois été mené à bien par l'ensemble des acteurs économiques. L'euro est ainsi devenu une réalité tangible.

Les avantages de la monnaie unique, qui s'appuie sur un cadre institutionnel sain de politiques macroéconomiques judicieuses, associées à une réforme structurelle, ont été visibles au cours des trois premières années de la troisième phase de l'UEM. Durant les deux premières années, le PIB a progressé d'environ 3 %, c'est-à-dire légèrement au-dessus de son potentiel, sans créer le genre de déséquilibres qui menacent la pérennité de la croissance dans de nombreuses régions du monde. L'épargne privée s'est maintenue à un niveau satisfaisant, d'environ 15 % du revenu disponible, les déficits budgétaires ont continué de se réduire, quoique à un rythme moindre que durant la phase de convergence 1990-1998, renforçant ainsi l'épargne publique nette, et l'investissement est resté sur une trajectoire saine mais régulière, sans déboucher sur un problème de surinvestissement. Par voie de conséquence, le compte courant de la zone euro est resté à peu près équilibré.

Au cours de ses trois premières années d'existence, la monnaie unique a dû faire face à un ralentissement économique mondial

En 2001, l'économie mondiale s'est très rapidement ralentie, le taux de croissance du commerce mondial ne progressant pratiquement plus, alors qu'il avait atteint 12 % environ au cours de l'année précédente. Même si la zone euro se trouve être une entité économique nettement plus fermée que ne le sont individuellement les États membres qui la composent, le commerce y reste un élément important, de sorte que l'impact d'un tel recul des échanges mondiaux ne pouvait être que très marqué. En outre, la zone euro étant fortement intégrée à l'économie mondiale, les développements internationaux se transmettent par d'autres canaux que le commerce, par exemple par les liens financiers, les participations étrangères dans les entreprises, et l'effet de la confiance. Des chocs communs, tels que la hausse des prix pétroliers, les événements du 11 septembre et la correction des prix des actions ont contribué à ce ralentissement mondial. Mais les facteurs nationaux ont également joué un rôle. La croissance du PIB de la zone euro a décéléré en cours d'année pour pratiquement s'arrêter au quatrième trimestre de l'année dernière.

Malgré le ralentissement de l'activité, la création d'emplois s'est maintenue à un niveau étonnamment bon, ce qui pourrait s'expliquer par les conséquences bénéfiques des réformes du marché du travail entreprises en préparation de la monnaie unique et qui se font toujours sentir. Au cours des trois premières années de la monnaie unique, 6 millions d'emplois environ ont été créés dans la zone euro. La situation est toutefois légèrement moins favorable du côté de l'inflation qui, après avoir enregistré un taux très modéré d'un peu plus de 1 % durant la première année de la troisième phase de l'UEM, s'est établie à 2,5 % en 2001. Ce regain d'inflation s'explique essentiellement par une succession de divers aléas, à savoir deux renchérissements des prix du pétrole, dont l'effet a été amplifié par la faiblesse de l'euro vis-à-vis des devises des principaux partenaires commerciaux, et une série de hausses des prix alimentaires liées à des épidémies et à de mauvaises conditions climatiques.

Le taux de change de l'euro et la performance extérieure

Depuis son lancement en 1999, l'euro s'est déprécié de plus de 20 % par rapport au dollar des États-Unis. En termes effectifs nominaux, il a perdu plus de 10 % de sa valeur jusqu'au printemps 2001, mais est resté ensuite relativement stable[1]. Le taux de change effectif réel de l'euro en

[1] Ce document tient compte des données disponibles jusqu'au 21 mars 2002.

termes de coûts unitaires de main-d'œuvre se situe très en deçà de sa moyenne à long terme (1980-2000). Par voie de conséquence, les producteurs de la zone euro se trouvent dans une situation concurrentielle favorable vis-à-vis des fournisseurs des pays tiers. L'avantage concurrentiel dont jouit la production nationale par rapport à l'offre étrangère explique en partie pourquoi les exportations nettes ont pu apporter une contribution positive au PIB en 2001, malgré la contraction brutale du commerce mondial. Dans le même temps cependant, l'incapacité de l'euro à s'apprécier vers un niveau plus conforme aux fondamentaux économiques, n'a guère permis de contenir l'inflation.

Au niveau mondial, des déséquilibres extérieurs importants persistent. Le déficit courant considérable des États-Unis a pour pendant un excédent courant substantiel au Japon ainsi que dans certains autres pays d'Asie, tandis que dans l'ensemble de la zone euro le compte courant est resté proche de l'équilibre. Il reste à connaître le poids des facteurs cycliques dans les déséquilibres mondiaux, dont on pourrait s'attendre à ce qu'ils se résorbent avec la normalisation de la croissance économique dans les zones correspondantes.

Politiques budgétaires et monétaires

Si, au départ, les situations budgétaires étaient déséquilibrées, on assiste depuis ces six dernières années à de réels progrès en matière d'assainissement budgétaire. Depuis le début de 1999, les politiques budgétaires sont mises en œuvre dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance (PSC) respectant strictement la valeur de référence de 3 % du PIB. Les efforts d'ajustement budgétaire se sont poursuivis dans la majorité des pays, même si leur rythme s'est modéré. Bien que les baisses d'impôts décidées antérieurement et le ralentissement conjoncturel de 2001 aient aggravé les déficits budgétaires réels, les déficits structurels sont restés pratiquement inchangés. La plupart des États membres ont laissé les stabilisateurs automatiques amortir les effets du ralentissement.

En dépit de ces progrès, les déficits budgétaires restent encore importants en Allemagne, en France, en Italie et au Portugal. De nouveaux efforts d'assainissement s'imposent pour parvenir à des positions proches de l'équilibre en 2004. Des engagements en ce sens ont été pris lors de l'examen de 2001 des programmes de stabilité actualisés. Les états membres ont confirmé leur engagement envers cet objectif de moyen terme lors du Conseil européen de Barcelone. À la suite de l'examen par le Conseil du projet de recommandation de la Commission d'adresser des avertissements préventifs, l'Allemagne et le Portugal ont pris des engagements politiques fermes pour apaiser les craintes de la Commission.

La politique monétaire est restée ciblée sur son objectif premier de stabilité des prix dans la zone euro, stabilité définie par la BCE comme correspondant à un taux d'inflation (mesuré par l'IPCH) inférieur à 2 %, à atteindre à moyen terme. Cette orientation sur le moyen terme a permis en 2001 d'abaisser à quatre reprises les taux d'intérêt pour les amener au niveau de 3,25 %, soit un repli cumulé de 150 points de base, dans un contexte de ralentissement économique exerçant des pressions à la baisse sur l'inflation. Les conditions de financement ont continué d'être favorables à la croissance. Dans le même temps, les anticipations inflationnistes sont restées compatibles avec la définition quantitative de la stabilité des prix. Il n'en reste pas moins que les taux d'inflation continuent de diverger entre les États membres et que les conditions monétaires sont en général trop restrictives lorsque les tensions inflationnistes sont faibles, et trop laxistes lorsque la demande finale excède la production potentielle. La politique budgétaire peut être un instrument possible, mais risque d'être trop sollicitée en l'absence d'un système plus souple de formation des prix et des salaires.

Coordination politique

Durant les trois premières années d'existence de l'UEM, le cadre des politiques économiques a été sain. Ces politiques reposent sur un certain nombre de principes consacrés par le traité: l'engagement de promouvoir une économie de marché ouverte, fondée sur la libre concurrence, des prix stables et des finances publiques saines, conduisant à une croissance durable et à un niveau d'emploi élevé. La politique monétaire unique est confiée à la BCE, qui est indépendante. Son objectif premier est de préserver la stabilité des prix. Les États membres conservent la responsabilité de la plupart des politiques économiques, notamment de leurs politiques budgétaires et structurelles.

Le traité prévoit un système de coordination des politiques économiques, qui favorise les effets de contagion positifs et prend en compte les externalités négatives que pourrait engendrer l'absence de coordination des processus décisionnels. Les grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté (GOPE) constituent l'élément central de ce dispositif. Le dynamisme des créations d'emplois observé depuis 1997 reflète également les réformes des marchés du travail entreprises par les États membres, notamment dans le cadre de la stratégie européenne pour l'emploi. Les lignes directrices annuelles pour l'emploi sont l'instrument prévu par le traité pour la coordination des politiques de l'emploi. La surveillance multilatérale des politiques économiques, prévue par le traité, en est un autre élément.

Il devrait être possible de renforcer la coordination des politiques économiques (c'est-à-dire budgétaires et structurelles) en simplifiant les procédures lorsque cela est opportun, ainsi qu'en mettant en œuvre les mesures proposées par la Commission et avalisées par le Conseil européen de Barcelone. Pour améliorer l'évaluation commune de la situation économique, il convient de mieux satisfaire les besoins statistiques de l'UEM. Par ailleurs, pour faire en sorte que l'on s'accorde mieux dans l'UEM sur ce qu'il faut entendre par une bonne politique économique, la Commission a l'intention de proposer une série de normes communes pour la conduite des politiques économiques afin de faciliter le consensus et d'améliorer la gouvernance économique et la transparence.

Formation des salaires dans l'UEM

L'Union monétaire a modifié à maints égards l'environnement macroéconomique de la fixation des salaires et des prix dans la zone euro. Au niveau des négociations salariales, les comportements doivent être adaptés à un nouveau cadre économique qui exige une plus grande souplesse des rémunérations nominales afin de garantir la compétitivité de la zone euro. Dans le même temps, les augmentations de salaires au niveau national doivent tenir compte de leur impact sur l'inflation au niveau de l'ensemble de la zone.

Ces dix dernières années, les progrès enregistrés sur le plan de la stabilisation nominale dans la zone euro en termes de prix et de rémunérations ont été impressionnants. Durant les années 1990 en effet, le mouvement de désinflation a été remarquable, puisque le taux d'inflation est tombé au-dessous de la barre des 2 % en 1997. Malgré une augmentation en 2001, la hausse nominale des coûts salariaux unitaires dans l'ensemble de la zone euro a rapidement fléchi. Qui plus est, malgré une réduction sensible du chômage au cours des dernières années, il y a eu peu de signes d'une nouvelle accélération significative de la croissance nominale des coûts salariaux unitaires dans la zone. Globalement, il ne fait guère de doute qu'au cours des premières années de l'UEM, dont plusieurs années de préparation à l'Union monétaire, la modération observée au niveau des salaires nominaux a été impressionnante et peut difficilement s'expliquer si l'on fait l'impasse sur une modification des comportements sous-jacents.

Ces dernières années, la modération des salaires réels a porté ses fruits en contribuant au dynamisme de la création d'emplois. Pour la zone euro, on estime que le NAIRU s'est réduit d'environ 1,5 point de pourcentage, ce qui laisse penser que la moitié environ de l'amélioration de la situation actuelle du chômage peut être considérée comme structurelle. Pour mieux comprendre la nature de la discipline des salaires que reflète la baisse du NAIRU, il convient de rappeler les réformes relativement étendues entreprises sur les marchés de produits et les marchés du travail dans la plupart des pays de la zone euro, lesquelles ont eu pour effet au cours de la seconde moitié des années 1990 de renforcer la concurrence sur les marchés de biens et de services et de brouiller les lignes de partage entre travailleurs intégrés et travailleurs exclus.

Il faut cependant reconnaître aussi que les progrès enregistrés au niveau des réformes ont été assez inégaux entre les pays, et que toutes les grandes économies de la zone euro continuent de souffrir d'un chômage structurel relativement élevé. Ces réformes ont également été assez disparates, ce qui semblerait montrer que d'autres mesures s'imposent pour que le NAIRU continue à baisser.

Il est donc difficile d'expliquer la modération salariale générale ainsi observée sans invoquer le rôle des politiques du revenu pratiquées dans un certain nombre de pays. L'objectif doit être de concilier la

nécessité d'avoir sur l'ensemble de la zone euro des salaires qui restent compatibles avec l'objectif de stabilité des prix fixé par la BCE, avec une autre nécessité, celle de davantage de souplesse, pour refléter les écarts dans le niveau et les taux de croissance de la productivité, afin de réagir de manière appropriée aux modifications de la demande propres à certaines régions ou certains secteurs, et d'améliorer les perspectives d'emplois rémunérateurs.

Investissement et potentiel de croissance de la zone euro

L'investissement public et privé sont de première importance pour le développement du potentiel de croissance de la zone euro à moyen et long terme. L'UEM et le cadre politique sur lequel elle repose influeront probablement de manière positive sur les principaux déterminants de l'investissement, tels que la rentabilité et les taux d'intérêt réels, par l'amélioration des conditions de financement découlant d'une intégration financière plus poussée et d'une plus forte efficience allocative de l'investissement grâce à la réduction du risque de change. Enfin, la mise en place d'une discipline budgétaire conduira à une moins forte éviction de l'investissement privé.

L'introduction de l'euro est encore trop récente pour permettre de tirer des conclusions définitives sur l'impact de l'UEM sur l'investissement, mais certains signes encourageants montrent que l'on s'oriente dans la bonne direction. Si l'on inclut la phase de préparation à l'UEM depuis le milieu des années 1990, on voit que les taux d'intérêt réels ont diminué, que la variation des taux de change réels s'est réduite et que la rentabilité après impôt se maintient à un niveau relativement élevé. On observe également pour les économies de la zone euro une convergence considérable des taux d'investissement, qui s'accompagne d'une convergence des conditions économiques, telles que la rentabilité et les taux d'intérêt. Cette évolution atteste d'une plus forte intégration des marchés ainsi que d'une harmonisation institutionnelle accrue au sein de la zone. Les preuves au niveau des flux d'IDE sont moins concluantes. Reflétant peut-être les objectifs stratégiques à plus long terme des entreprises, les activités de fusion et d'acquisition ont été dominantes dans les flux d'IDE ces dernières années.

L'euro et le système financier de la zone euro

Le rythme d'intégration des marchés financiers de la zone euro s'est nettement accéléré depuis le passage à l'euro en janvier 1999. L'euro n'est évidemment pas le seul facteur derrière cette accélération: la mondialisation, stimulée par la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, la dérégulation financière et les avancées de la technologie, ainsi par ailleurs que les progrès enregistrés dans la mise en place d'un cadre réglementaire commun dans l'ensemble de l'UE (qui s'inscrit lui-même parmi les efforts pour parachever le marché intérieur des services financiers) ont également été déterminants, de même que les réformes financières entreprises au niveau des États membres.

L'euro a éliminé le risque de change comme source de fragmentation du système financier de la zone euro et il a en même temps été le révélateur des coûts d'opportunité générés par les entraves à l'intégration qui subsistent encore. Le renforcement de l'intégration dû à l'euro se traduit par des marchés plus homogènes, une vague de regroupements entre les intermédiaires et les bourses et l'apparition de techniques et de produits nouveaux et innovants.

Les opérateurs du marché ayant adopté des stratégies plus paneuropéennes, les décideurs au niveau de l'UE ont réagi en élaborant une stratégie cohérente pour l'achèvement du marché intérieur des services financiers et en s'engageant à la mettre en œuvre rapidement (voir, par exemple, les conclusions du Conseil européen de Barcelone en mars 2002). Tout d'abord, et c'est le point le plus important, l'UE a fixé un délai ambitieux, l'année 2005, pour la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers (PASF), un "paquet" de 42 initiatives politiques visant à améliorer le fonctionnement du système financier de l'UE. Un délai encore plus court, 2003, a été fixé pour les actions concernant les marchés de valeurs mobilières ainsi que le plan d'action pour le capital-risque (PACR). Ce dernier constitue l’ébauche d’un marché intégré et efficace pour le financement du capital des entreprises jeunes et innovantes. Deuxièmement, la mise en œuvre du PASF doit être homogène dans tous les États membres si l'on veut avoir une intégration effective - et non pas seulement nominale - des

marchés financiers nationaux. Le nouveau cadre décisionnel pour la législation sur les valeurs mobilières, adopté sur la base de propositions du comité Lamfalussy devrait contribuer à cet objectif et permettre une adaptation plus rapide de la législation à l'évolution des marchés financiers. Troisièmement, la politique de concurrence doit donner une impulsion au mouvement d'intégration financière pour faire en sorte que ses avantages économiques soient pleinement exploités. Quatrièmement, les consommateurs et les investisseurs doivent être protégés de manière adéquate pour être tout à fait assurés de se trouver - ou d'exercer une activité - dans un marché unique s'étendant à l'ensemble de l'Union, et d'en retirer ainsi le maximum de profit.

L'euro comme monnaie internationale

Le dollar reste encore la monnaie internationale dominante, mais l'euro est devenu la deuxième monnaie du monde après son lancement. Un certain nombre de facteurs ne manqueront pas de contribuer à promouvoir son utilisation au niveau international. Le premier est l'importance économique de la zone euro. Cette zone représente approximativement 16 % du PIB mondial, ce qui la place ainsi légèrement derrière les États-Unis (21 %), mais bien avant le Japon (8 %). Les chiffres concernant la part de ces trois zones dans l'ensemble du commerce mondial de biens et de services sont similaires. Le deuxième facteur contribuant à l'attractivité de l'euro comme monnaie internationale est sa stabilité, qui reflète la bonne santé des fondamentaux économiques de la zone euro, à laquelle contribue le cadre de politique économique de l'UEM orienté vers la stabilité. Le troisième facteur est le processus d'intégration des marchés financiers nationaux en Europe, débouchant sur de vastes marchés financiers paneuropéens, profonds et liquides, qui renforceront le rôle de l'euro au niveau des activités internationales d'emprunt et de prêt. Il est probable néanmoins qu'en raison d'effets de réseau et d'échelle, le dollar des États-Unis restera la monnaie dominante. Quoi qu'il en soit, l'internationalisation de l'euro est un processus aiguillonné par le secteur privé, l'Eurosystème pour sa part ne s'étant pas fixé comme objectif politique d'entraver ni de promouvoir activement cette internationalisation.

C'est la zone euro, et non plus ses États membres, qui est désormais prise en compte par le reste du monde lorsque l'on se penche sur les problèmes macroéconomiques internationaux. Les institutions internationales chargées de la surveillance multilatérale, comme le FMI et l'OCDE, ont commencé à reconnaître les implications des changements en cours en évaluant de manière régulière l'orientation macroéconomique générale de la zone euro. Cette évolution se reflète également dans les déclarations des ministres des finances du G7 qui ne font plus état de l'orientation macroéconomique de chaque État membre individuel, mais de la situation globale de cette zone.

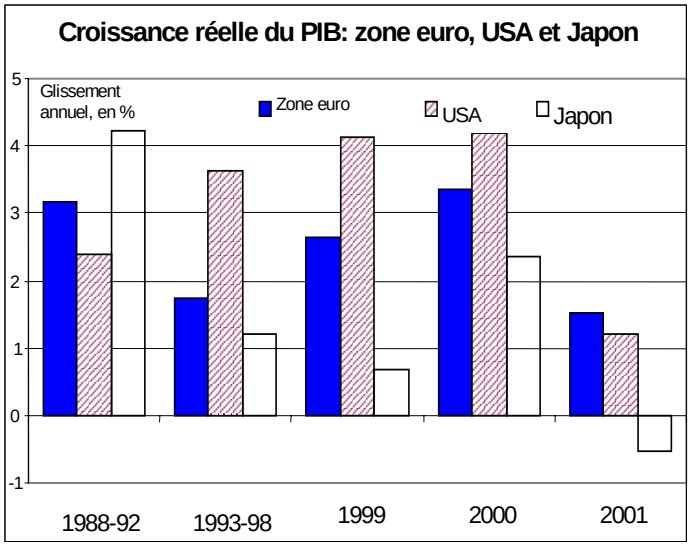
L'UEM a donné une impulsion à un processus d'élaboration de positions communes européennes, qui permet à la Communauté de commencer à jouer un rôle international à la hauteur de son poids économique et financier. Cette évolution doit être complétée par de nouveaux progrès sur le plan de la représentation.

1. SITUATION ECONOMIQUE ET REALISATIONS

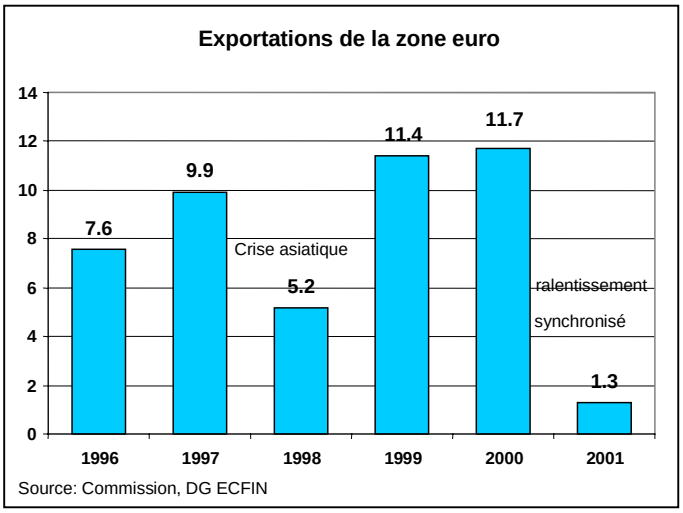
1.1 La zone euro trois ans après, face au ralentissement mondial

Au cours des deux premières années de la troisième phase de l'UEM, le PIB s'est accru à un rythme supérieur à son potentiel, progressant de 3% par an en moyenne, avant que l'économie ne plonge dans une brusque mais brève récession la troisième année. En 2001, la croissance du PIB s'est ralentie et elle devrait encore manquer de vigueur pendant la première partie de 2002. Les causes de ce fléchissement de l'activité sont à la fois internes et externes. Sur le plan interne, la consommation privée sommeille depuis l'automne 2000, le pouvoir d'achat des ménages de la zone euro ayant été amputé par l'envolée des prix de l'énergie et de l'alimentation ainsi que par l'appréciation du dollar par rapport à l'euro. En outre, l'incertitude croissante en matière de revenus et la baisse des cours de la bourse n'ont guère incité à la confiance. La baisse des profits a entraîné une contraction des investissements et une détérioration des perspectives concernant la demande.

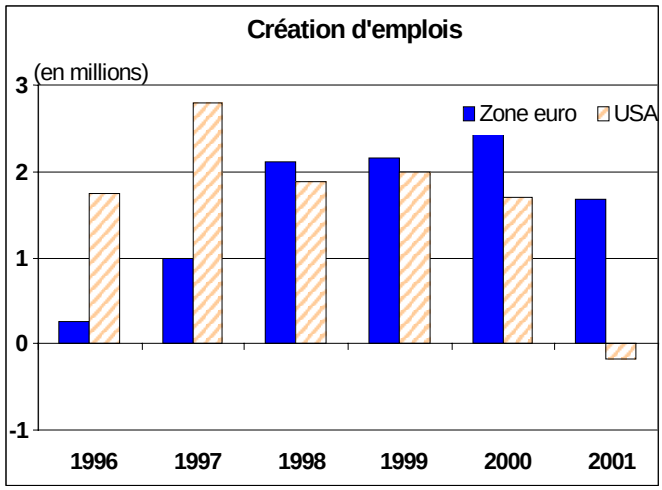
Par ailleurs, on note une amélioration de la synchronisation avec l'économie mondiale. Depuis le lancement de la monnaie unique, le taux de croissance du PIB, à l'intérieur de la zone euro, a comblé en partie son écart avec celui des États-Unis, tandis que le cycle conjoncturel de la zone cadrait de nouveau beaucoup mieux avec celui des autres grandes économies, à l'opposé de la période précédente (1990-98). Le degré élevé de synchronisation observé durant la récession de l'an dernier a été imputé aux chocs communs subis: hausse des prix du pétrole, éclatement de la "bulle" spéculative autour des TI, événements du 11 septembre. Mais il peut être vu également comme le signe que la zone euro a commencé à se comporter davantage comme l'on pourrait s'y attendre de la part d'une économie aussi intégrée dans l'économie mondiale.



Sur le plan externe, la forte baisse de l'activité mondiale a fait plonger la demande extérieure. La croissance du commerce international s'est brusquement ralentie et, malgré la faiblesse de l'euro, les exportations réelles, qui augmentaient au rythme de 12 ½ % en 2000, n'ont progressé que d'un peu plus de 2 % en 2001. Néanmoins, la contraction des importations ayant été plus rapide encore, le secteur extérieur a contribué positivement à la croissance. L'amélioration de la confiance des consommateurs, ajoutée à l'augmentation des revenus réels disponibles, à la faiblesse des stocks et à des conditions monétaires favorables à la croissance ainsi qu'à un climat extérieur plus propice, pourrait entraîner un redémarrage de l'activité.

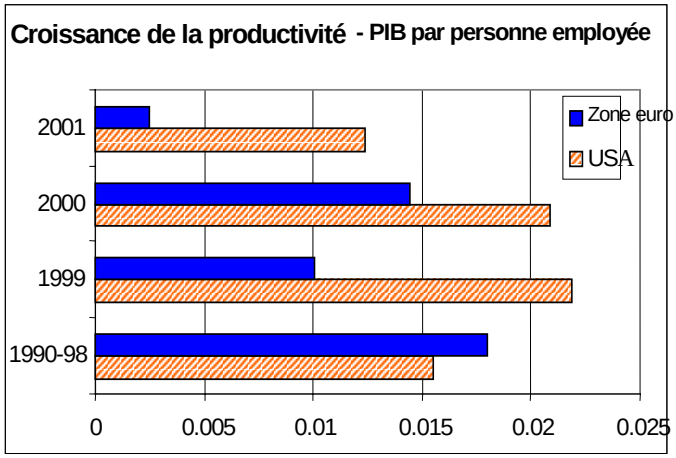


L'accélération de l'activité économique au cours des deux premières années a eu un effet bénéfique sur la création d'emplois. Cependant, il est intéressant de constater que cette création s'est poursuivie sans trop de dommage durant la baisse conjoncturelle. Au total, quelque 6 millions d'emplois ont vu le jour dans la zone euro pendant les trois premières années de la monnaie unique, contre 3,5 millions aux États-Unis. Parallèlement, le taux de chômage a reculé, passant de 11,3 % en 1997 à 8,3 % en 2001. La croissance du PIB a donc résulté en une progression plus rapide de l'emploi.

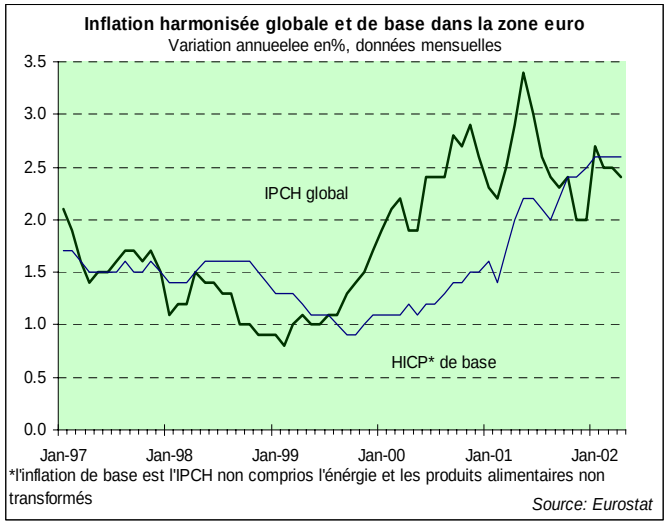


Les raisons de cette croissance riche en emplois résident dans les changements structurels qu'ont subis les marchés du travail. Une longue période de modération salariale a inversé la tendance à la substitution du capital au travail qui avait nui à l'emploi durant la première moitié des années 1990. Du côté de l'offre, le taux d'activité, en particulier chez les femmes, s'est sensiblement accru, parallèlement à l'augmentation de la part des emplois à temps partiel et du travail temporaire dans l'emploi total. En moyenne, cependant, les taux d'activité demeurent inférieurs à ceux des États-Unis ou des pays scandinaves.

La croissance de la productivité dans la zone euro et aux États-Unis a été à peu près équivalente, en moyenne, durant toute la première moitié des années 1990. Depuis lors, en revanche, elle s'est montrée beaucoup plus vigoureuse aux États-Unis qu'elle ne l'est habituellement à ce stade avancé du cycle, alors que la productivité de la zone euro a évolué selon un rythme plus traditionnel, correspondant davantage au cycle. Une autre différence majeure réside dans la croissance plus nette de l'offre de travail durant cette période aux États-Unis, phénomène qui est dû dans une certaine mesure à l'immigration et à la capacité de l'économie américaine d'absorber une force de travail en expansion. Ces deux facteurs conjugués expliquent pourquoi la croissance du PIB aux États-Unis a été supérieure à celle de la zone euro.



Après une période d'inflation très modérée au début de la troisième phase de l'UEM, l'augmentation des prix à la consommation, depuis le début de 2000, a systématiquement dépassé le seuil de 2 % fixé par la BCE. Le taux d'inflation effectif, mesuré par l'IPCH, est passé de tout juste 1,1 % en 1999 à 2,3 % en 2000 et 2,5 % en 2001. Cette hausse est imputable en grande partie à une série de facteurs exceptionnels ayant fait grimpé les coûts, tandis que l'écart de production est resté principalement négatif depuis le milieu des années 1990.

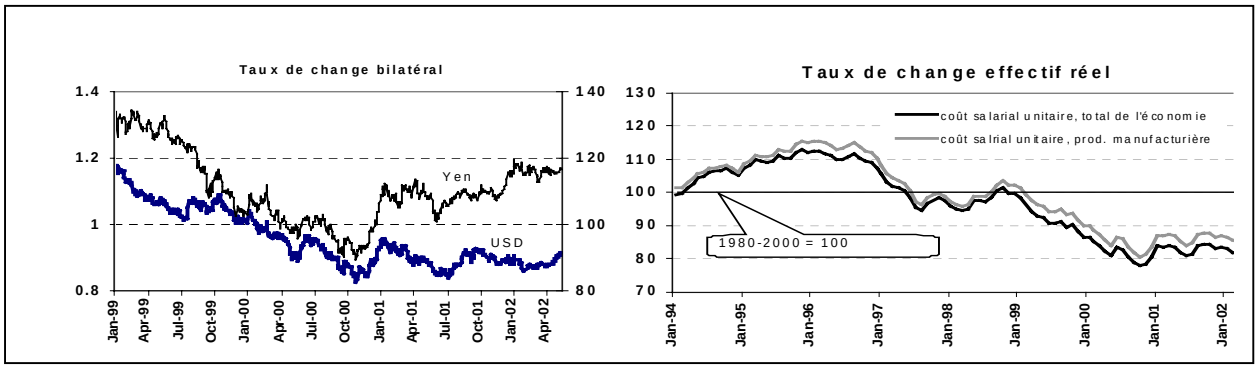


Deux grands facteurs de pression sur les coûts ont joué un rôle prédominant dans l'évolution des prix à la consommation, à savoir la hausse des prix des importations et celle des prix intérieurs des denrées alimentaires. La première, qui résultait principalement de l'augmentation des prix mondiaux du pétrole et de l'affaiblissement de l'euro, est la cause première de l'augmentation de l'inflation en 1999 et durant la plus grande partie de 2000. À la fin de 2000, la crise de la vache folle, l'épidémie de fièvre aphteuse et une météo désastreuse ont pris le relais et maintenu l'inflation (mesurée par l'IPCH) sur sa lancée jusqu'au milieu du printemps 2001. Enfin, au début de 2002, de nouvelles augmentations des prix des produits frais, dues au froid inhabituel régnant dans certaines parties d'Europe, ainsi qu'une évolution moins favorable des prix de l'énergie, ont fait repartir l'inflation à la hausse.

1.2 Taux de change de l'euro et comptes extérieurs

Zone euro

Depuis son lancement en 1999, l'euro a perdu plus de 20 % de sa valeur par rapport au dollar, mais il a regagné quelque 10 % par rapport à son point bas d'octobre 2000. En termes effectifs nominaux, il a reculé de plus de 10 % jusqu'au printemps 2001, mais est resté relativement stable depuis lors. Cette évolution plus récente résulte de fluctuations plus amples et sans direction bien définie du dollar et de la livre par rapport à l'euro, tandis que la dépréciation de l'euro à l'égard du franc suisse était globalement compensée par des gains vis-à-vis du yen. Cette relative stabilité a de quoi surprendre étant donné les embardées de l'économie mondiale durant cette période et le sentiment général que l'euro, fondamentalement, est sous-évalué.



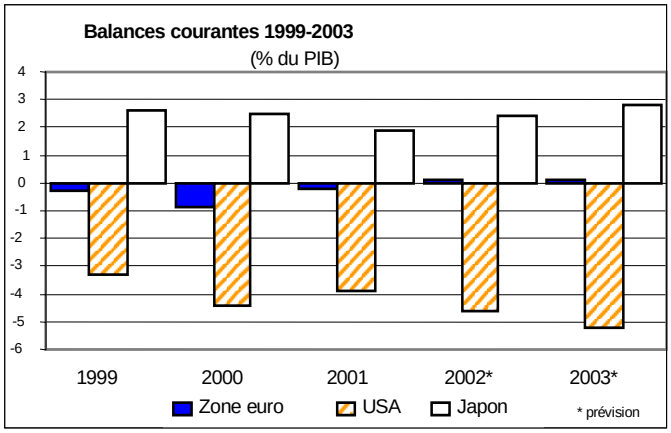
Le taux de change effectif réel en termes de coûts salariaux unitaires est quant à lui bien en dessous de sa moyenne à long terme (1980-2000). Les producteurs de la zone euro sont en position de force par rapport aux fournisseurs des pays tiers. L'avantage concurrentiel dont ils jouissent explique en partie pourquoi les exportations nettes ont pu contribuer de façon positive au PIB en 2001, alors que le commerce mondial a nettement régressé. En même temps, l'incapacité de l'euro à se hisser à un niveau qui soit plus en rapport avec les fondamentaux n'a pas aidé à contenir l'inflation.

Le taux de change effectif réel est un déterminant essentiel des flux d'échanges transfrontaliers. Les fluctuations des impôts directs, des accords salariaux et des facteurs de coûts propres à chaque pays influent sur la position qu'occupent les producteurs nationaux sur les marchés mondiaux[2]. Une dépréciation réelle tend à renforcer leur position compétitive, mais entraîne également une perte de pouvoir d'achat pour les consommateurs et tend à aggraver les pressions inflationnistes. La question de savoir quel niveau de "compétitivité" est approprié dépend de la situation économique du moment.

La balance courante de la zone euro a continué de s'améliorer tout au long de 2001. Le solde annuel s'est révélé très légèrement excédentaire, et il devrait le rester, selon les dernières prévisions, jusqu'en

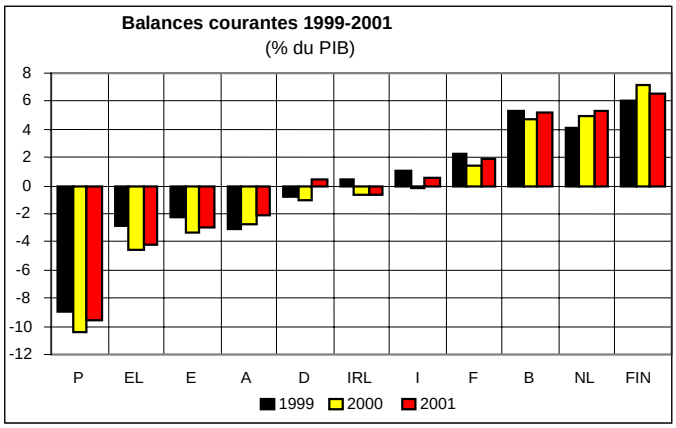
[2] La compétitivité des prix est une notion assez étroite; d'autres facteurs tels que la qualité des produits, les services, la ponctualité influent aussi sur la solidité du secteur exportateur d'un pays. Le rapport du Forum économique mondial sur la compétitivité classe les pays selon leur compétitivité actuelle et potentielle. La Commission européenne publie également un rapport chaque année sur la compétitivité des entreprises. Voir aussi “Competitiveness: A Dangerous Obsession”, par P. Krugman, Foreign Affairs, mars-avril 1994.

2003. En fait, des déséquilibres extérieurs très marqués ont persisté: le fort déficit courant avec les États-Unis s'est trouvé en partie compensé par un excédent assez large avec le Japon et quelques autres pays d'Asie, tandis que la zone euro dans son ensemble affichait une balance courante proche de l'équilibre. La question qui se pose est de savoir quelle est la part des facteurs cycliques dans ces déséquilibres mondiaux, dont on pourrait attendre qu'ils se résorbent à mesure que la croissance économique retrouve son niveau tendanciel dans les zones en question. Toutes choses égales par ailleurs, ces facteurs impliqueraient des déficits extérieurs courants dans les périodes où la croissance du revenu est supérieure à la moyenne, et inversement.



États membres

Si la balance courante de la zone euro n'a pas enregistré de déséquilibre trop important ces trois premières années, au niveau des États membres, en revanche, l'évolution a été contrastée. Les déséquilibres extérieurs observés à l'intérieur de la zone euro font s'interroger sur la viabilité et le caractère approprié des positions extérieures dans l'UEM. D'une manière générale, les déséquilibres des balances courantes des États membres se sont montrés plutôt tenaces par le passé. Cependant, l'euro a sensiblement "modifié la donne", car le marché financier unique facilite le financement des déficits. De fait, un pays peut se permettre de rester longtemps en déséquilibre et d'accumuler des positions extérieures importantes. Une telle politique n'est pas forcément inappropriée. Il peut y avoir à cela de bonnes raisons, par exemple dans un contexte de rattrapage économique et de forte activité du secteur privé. Toutefois, le déséquilibre de la balance internationale d'un État membre finira toujours par entraîner la modification de sa position extérieure nette, et, sans même discuter des fondements théoriques de la viabilité des balances courantes, l'accumulation de la dette extérieure sera partout soumise à certains plafonds. Le remède ne pouvant plus venir d'un ajustement des taux de change nominaux, d'autres options, qui influent sur la compétitivité, sont devenues plus importantes. Pour un pays qui doit améliorer la compétitivité de ses prix, les seules possibilités sont la modération salariale ou la mise en œuvre de réformes structurelles permettant d'élever la productivité. Ce type de réformes est devenu d'autant plus urgent qu'en termes relatifs la modération des salaires est plus délicate dans un environnement à faible inflation comme celui de la zone euro.



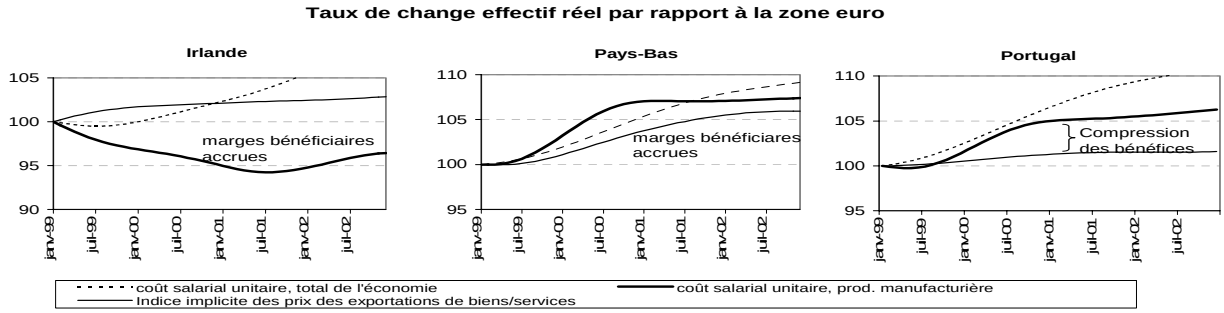
L'état de la compétitivité, tant en ce qui concerne son niveau que son évolution récente, varie selon les États membres. Depuis le lancement de l'UEM, leur situation en la matière a évolué de la façon suivante par rapport à la moyenne de la zone euro[3]: le Portugal (-10%), les Pays-Bas (-8%), l'Irlande (-6%) et l'Espagne (-3%) ont perdu du terrain sur le plan des coûts, tandis que l'Allemagne (+5%), la

[3] Tel que mesuré par le taux de change effectif réel, en termes de coûts salariaux unitaires dans la production manufacturière.

Grèce (+5%) et l'Autriche (+2%) voyaient au contraire leur compétitivité s'améliorer dans ce domaine; quant à la France (+0,6%), la Belgique-le Luxembourg (-0.4%), l'Italie (-1%) et la Finlande (-1%), leur situation est restée à peu près identique.

Les tendances observées depuis le lancement de la monnaie unique ne traduisent pas nécessairement une dérive par rapport au niveau approprié de compétitivité, pour la raison que les positions de départ ne correspondaient peut-être pas à une situation d'équilibre. Les trajectoires divergentes des taux de change effectifs réels des divers États membres peut s'expliquer par la combinaison de taux de croissance différents de la productivité, de taux d'inflation eux aussi différents et de facteurs structurels tels que l'ouverture de l'économie et la composition des échanges commerciaux. Par conséquent, il convient, pour analyser en profondeur les mouvements des taux de change réels, d'examiner de manière exhaustive la situation économique de chaque pays.

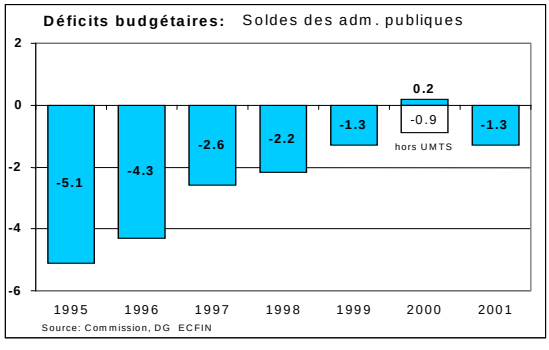
Un moyen d'évaluer les implications potentielles consisterait à calculer les prix à l'exportation diminués de la variation des coûts salariaux unitaires dans la production manufacturière afin d'obtenir une mesure approximative de l'évolution de la marge bénéficiaire. Si les augmentations de coûts ne peuvent être répercutées sur les prix des exportations parce que les producteurs n'ont qu'un pouvoir limité en matière de prix sur leurs marchés d'exportation, alors les marges bénéficiaires seront soumises à une pression croissante. Les trois pays dont la compétitivité a le plus régressé par rapport à la moyenne de la zone euro peuvent servir d'exemple: le Portugal et les Pays-Bas ont des échanges commerciaux qui se répartissent de façon similaire sur le plan géographique, soit environ 2/3 avec les pays de la zone et 1/3 avec le reste du monde, tandis que, pour l'Irlande, ces proportions sont de 55% avec le monde extérieur contre 45% avec les autres pays membres de la zone. Ceci implique que la perte de compétitivité de l'Irlande à l'intérieur de la zone euro est moins nette, et le profit tiré de la faiblesse de l'euro plus important que pour les deux autres pays.



Du point de vue de la politique économique, il importe, en plus de la balance courante globale de la zone euro, de suivre les balances courantes intérieures à la zone des États membres, car elles peuvent révéler l'existence de problèmes propres à tel ou tel pays. La compétitivité sur le plan des prix peut se détériorer, que le pays se rapproche ou bien s'éloigne de l'équilibre. La politique monétaire prenant en compte la totalité de la zone euro, elle est impuissante à régler les problèmes d'offre ou de demande excessive spécifiques à certains États membres. La politique budgétaire, et en particulier les réformes structurelles visant à renforcer l'offre, est nécessaire pour empêcher l'accumulation de déséquilibres extérieurs susceptibles, à terme, de menacer la stabilité financière.

1.3 Politiques macroéconomiques dans la zone euro

Réalisations



En ce qui concerne la *politique budgétaire*, le Pacte de stabilité et de croissance (PSC) a institué une procédure de surveillance renforcée pour le suivi des politiques budgétaires dans le cadre de l'UEM. Son objectif est d'assurer la discipline budgétaire de manière à ce que la BCE puisse plus facilement préserver la stabilité des prix. La monnaie unique suppose également que les politiques budgétaires nationales seront amenées à jouer un plus grand rôle

lorsqu'il y aura lieu de faciliter l'adaptation d'une économie à des évolutions proprement nationales. C'est pourquoi le PSC stipule que les États membres doivent respecter "l'objectif à moyen terme d'une position budgétaire proche de l'équilibre ou excédentaire", qui leur permettra "de faire face aux fluctuations conjoncturelles normales tout en maintenant le déficit public dans les limites de la valeur de référence de 3% du PIB". En vertu du PSC, les États membres de la zone euro doivent présenter chaque année une actualisation de leurs stratégies budgétaires à moyen terme dans le cadre des programmes de stabilité[4]. Ces programmes sont les principaux instruments de la surveillance budgétaire dans l'UEM, et font l'objet d'une évaluation par la Commission et le Conseil.

Comparé à la situation initiale très déséquilibrée, les six dernières années se sont traduites par des progrès importants en matière de discipline budgétaire. Les soldes budgétaires réels dans la zone euro se sont améliorés jusqu'en 1999, en partie grâce à de vigoureux efforts d'assainissement, et de nombreux États membres affichent désormais un excédent. Depuis lors, l'évolution favorable dans certains pays a résulté en grande partie de la solidité de la croissance, tandis que l'amélioration des positions budgétaires sous-jacentes est restée très modeste. En 2001, les déficits budgétaires ont augmenté, en raison d'allégements fiscaux que n'ont pas permis de compenser complètement les compressions de dépenses et le fonctionnement des stabilisateurs automatiques durant le ralentissement conjoncturel.

Depuis le début de 1999, les politiques budgétaires sont mises en œuvre dans le cadre du Pacte de stabilité et de croissance. La valeur de référence de 3% est devenue de facto un plafond impératif, qu'aucun État membre n'a transgressé. Les efforts d'ajustement budgétaire se sont poursuivis dans la majorité des pays, même si leur rythme s'est modéré. En 2001, la plupart des États membres atteignaient des positions budgétaires "proches de l'équilibre ou excédentaires" comme requis par le PSC.

Le Pacte a visiblement joué un rôle significatif dans ces succès. Il demeure qu'en Allemagne, en France, en Italie et au Portugal, les déficits budgétaires sont encore trop importants, ce qui a un impact sur les agrégats au niveau de la zone euro. De nouveaux efforts d'assainissement s'imposent pour parvenir à des positions proches de l'équilibre d'ici 2004 au plus tard, et des engagements en ce sens ont été pris lors de l'examen de 2001 des programmes de stabilité actualisés. Comme l'Allemagne et le Portugal présentaient en 2001 des déficits qui dépassaient de beaucoup les objectifs fixés dans leurs programmes de stabilité, se rapprochant de la valeur de référence de 3 % du PIB, la Commission a soumis au Conseil une recommandation l'invitant à adresser à ces pays un "avertissement préventif", comme le veut le règlement du Pacte de stabilité et de croissance. À la suite de la discussion au Conseil sur ces projets de recommandation de la Commission concernant un avertissement préventif, les deux pays en question ont pris des engagements politiques fermes de nature à apaiser les craintes de la Commission.

D'une manière générale, le processus d'assainissement des finances publiques s'est doublé d'une amélioration de la composition de l'ajustement budgétaire. Les efforts visant à réduire la charge fiscale, éliminer les distorsions fiscales et maîtriser les dépenses courantes constituent le meilleur moyen d'assurer un assainissement budgétaire durable. Les évolutions budgétaires récentes montrent que la plupart des pays s'orientent dans la bonne direction. L'effort d'assainissement actuel porte essentiellement sur la maîtrise des dépenses, la charge fiscale globale ayant pour sa part tendance à décroître en pourcentage du PIB. Les réformes fiscales en cours devraient faciliter la réduction d'une charge fiscale qui est encore trop proche des sommets historiques qu'elle avait atteints dans de nombreux pays de l'Union. L'allégement de la charge fiscale sur le capital et le travail, en particulier le travail faiblement rémunéré, devrait notamment favoriser l'accumulation de capital physique et humain, accroître la participation au marché du travail et donner un coup de fouet à la demande de travail.

Néanmoins, la zone euro devra relever deux grands défis sur le plan budgétaire:

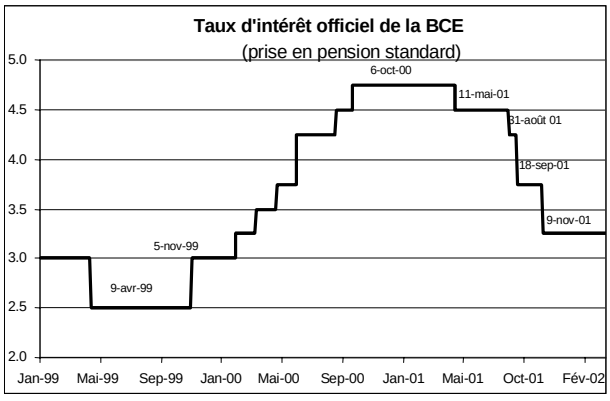
---

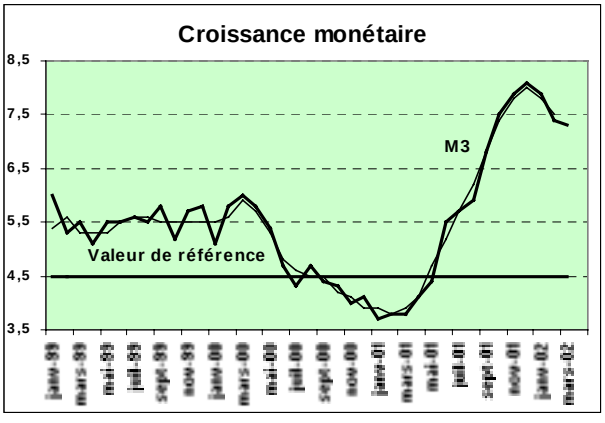
[4] Les États membres n'appartenant pas à la zone euro continuent à présenter des programmes de convergence.

– *Supprimer les déséquilibres qui subsistent tout en maintenant une orientation budgétaire neutre* – pour que la zone euro continue à bénéficier d'un taux de croissance favorable et d'une faible inflation, il est indispensable d'éliminer à moyen terme les déséquilibres qui subsistent et de maintenir une orientation budgétaire neutre. Le maintien de la discipline budgétaire rendra aussi plus aisée la tâche de la BCE, qui est de maintenir la stabilité des prix. En faisant en sorte que les situations budgétaires respectent l'objectif à moyen terme défini par le PSC (positions proches de l'équilibre ou excédentaires), les États membres seront également plus en mesure de faire face aux fluctuations conjoncturelles normales, de réagir à des évolutions nationales particulières et de dégager la marge de manœuvre budgétaire dont ils ont besoin pour leurs réformes structurelles.

– *Se préparer au vieillissement de la population* – la viabilité des finances publiques est désormais incluse dans la surveillance qui est exercée dans le cadre du pacte de stabilité et de croissance. Des risques sont apparus à cet égard dans plusieurs États membres. Cela pourrait exiger qu'ils se fixent des objectifs budgétaires de moyen terme plus ambitieux afin de lisser l'évolution future de l'endettement.

En ce qui concerne la *politique monétaire*, le Traité fixe comme premier objectif à la BCE de préserver la stabilité des prix. La politique monétaire doit également contribuer à la réalisation des objectifs de politique économique de la zone euro, pour autant que cette stabilité ne soit pas compromise. La BCE a opté pour une stratégie composée de trois éléments: une définition quantifiée de l'objectif principal (la stabilité des prix) et "deux piliers" utilisés pour évaluer les risques en la matière. Elle a défini la stabilité des prix comme une progression sur un an de l'IPCH inférieure à 2 % dans la zone euro, et souligné qu'il fallait maintenir cette stabilité à moyen terme. Cette définition constitue une référence qui permet d'établir dans quelle mesure la BCE parvient à réaliser l'objectif central de sa politique monétaire. De plus, la Banque a déclaré que la politique monétaire unique serait conçue dans l'optique de la zone euro et qu'elle ne réagirait donc pas à des développements régionaux ou nationaux spécifiques. Le premier pilier de cette stratégie est le rôle de premier plan assigné à la monnaie, avec l'annonce d'une valeur de référence pour l'accroissement de la masse monétaire au sens large, M3. Depuis décembre 1998, la BCE a fixé cette valeur à 4,5 %. Le deuxième pilier consiste en l'analyse d'un grand nombre d'autres indicateurs économiques, tels que les indices de prix et de coûts, le taux de change, les indicateurs de l'économie réelle et ceux du marché financier, qui permet une appréciation générale des perspectives d'inflation et des risques pesant sur la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro.





Au cours du printemps 1999, dans un contexte de croissance globale incertaine et d'appréciation significative de l'euro par rapport aux monnaies d'un grand nombre de marchés émergents à la suite des crises financières de l'Asie du Sud-Est, de la Russie et du Brésil, la BCE a décidé de réduire ses taux d'intérêt. Plus tard dans l'année, lorsque le rythme de croissance s'est accéléré, elle a renversé la vapeur et relevé ses taux. En 2000, la hausse significative des prix du pétrole, conjuguée à la dépréciation de l'euro, a considérablement accentué les risques qui pesaient sur la stabilité des prix. Par ailleurs, la croissance de la masse monétaire restait supérieure à la valeur de référence de 4,5 % tandis que les crédits au secteur privé continuaient de croître fortement. La BCE a réagi aux tensions inflationnistes croissantes en relevant ses taux à plusieurs reprises. En 2001, la détérioration des perspectives de l'économie mondiale, aux États-Unis en particulier, a déclenché une série de baisses des taux d'intérêt danstoutes les grandes économies: la BCE a pour sa part abaissé ses taux à quatre reprises l'an dernier, pour les ramener à 3,25 %, soit un repli cumulé de 150 points de base, et ce bien que l'inflation ait dépassé sa limite supérieure

(2 %). La raison en est que les hausses de prix étaient largement temporaires et que le ralentissement de l'économie contribuait à les tempérer. En l'absence de répercussion probable de cette augmentation provisoire de l'inflation sur les anticipations inflationnistes, la modération salariale a pu être préservée.

La croissance monétaire a été supérieure à la valeur de référence de la BCE durant la plus grande partie des trois premières années de la monnaie unique. Tout récemment, elle a dépassé cette valeur au cours du dernier trimestre 2001 et du premier trimestre de cette année. Selon la Banque, cependant, cette poussée de croissance récente ne pose pas de problème pour la stabilité des prix car elle résulte principalement de modifications des actifs monétaires dans les portefeuilles, dans un contexte d'incertitude accrue. Dans ces conditions, le dépassement de la valeur de référence fixée pour M3 n'a pas empêché la BCE de continuer à réduire ses principaux taux d'intérêt après les attaques terroristes de l'automne 2001.

S'il est indispensable que la BCE prenne ses décisions relatives aux taux d'intérêt en fonction des conditions économiques qui règnent dans l'ensemble de la zone euro, des différences de taux d'inflation persistent néanmoins entre les États membres. Cependant, on observe le même phénomène aux USA, entre les différents États. Il importe d'adapter les politiques économiques afin de corriger ces déséquilibres intérieurs entre les différents pays de la zone euro.

1.4 Coordination des politiques économiques dans l'UEM

Le Traité confère une architecture saine à la politique économique, avec notamment l'engagement de l'Union européenne à promouvoir une économie de marché ouverte, fondée sur la libre concurrence, des prix stables et une gestion saine des finances publiques, et conduisant à une croissance durable et un niveau d'emploi élevé. Ce cadre combine une attribution claire des tâches aux principes d'indépendance des divers acteurs de la politiques économique (subsidiarité et coordination). La responsabilité de la politique monétaire unique a été confiée à une BCE indépendante, dont la mission principale est de maintenir la stabilité des prix, tandis que les États membres conservent celle de la plupart des autres politiques économiques, en l'occurrence des politiques budgétaires et structurelles nationales.

Le Traité prévoit un système de coordination des politiques économiques, qui favorise les effets de "contagion" positifs et prend en compte les externalités négatives que pourrait engendrer l'absence de coordination des processus décisionnels. Les grandes orientations des politiques économiques des États membres et de la Communauté (GOPE) constituent le maillon central de ce dispositif. Les lignes directrices annuelles pour l'emploi sont l'instrument prévu par le traité pour la coordination des politiques de l'emploi. La surveillance multilatérale des politiques économiques, prévue par le traité, en est un autre élément.

Les GOPE fournissent des orientations aux responsables de la politique économique tant dans le domaine macroéconomique que dans celui des réformes structurelles. En outre, par leur approche globale, elles assurent la cohérence de l'action politique dans les différents domaines comme sur le plan géographique. La surveillance multilatérale est mise en œuvre quant à elle par le biais d'un certain nombre de procédures, qui visent à promouvoir des politiques budgétaires saines (pacte de stabilité et de croissance) ou à faire avancer la réforme structurelle des marchés du travail, de produits ou de capitaux (processus dits de Luxembourg et de Cardiff). En juin 1999, le Conseil européen de Cologne a en outre lancé le "dialogue macroéconomique", dont l'objectif est de réunir les responsables de la politique économique et les représentants des partenaires sociaux pour un échange de vues sur l'évolution de l'activité et les exigences dans le cadre de l'UEM. En mars 2000, le Conseil européen de Lisbonne a regroupé les objectifs de réforme économique et sociale dans un programme sur 10 ans visant à faire de l'UE l'économie de la connaissance la plus compétitive et la plus dynamique du monde, capable d'une croissance économique durable et accompagnée d'une amélioration quantitative et qualitative de l'emploi et d'une plus grande cohésion sociale.

Tant l'intensité que la forme de la coordination des politiques économiques peuvent varier considérablement selon les domaines concernés. Le succès, quoi qu'il en soit, dépend toujours de trois éléments clés: une évaluation commune de la situation économique du moment et des perspectives,

une meilleure compréhension du fonctionnement de l'UEM et des économies de ses États membres, et, enfin, la capacité des décideurs à donner et à recevoir des avis ouverts et sincères, à accepter le principe de la "pression par les pairs" et à ajuster leur politique lorsque cela est nécessaire.

Les évaluations de la coordination des politiques économiques dans l'UEM qui ont été approuvées par les Conseils européens d'Helsinki et de Lisbonne ont conclu qu'il n'y avait pas lieu d'introduire de nouvelles procédures. En outre, le Conseil de Barcelone a souligné qu'il convenait de faire porter l'effort sur la mise en œuvre. L'accent a été mis sur l'introduction progressive d'améliorations, sur la base de l'expérience pratique accumulée. Au cours des trois premières années, des progrès notables ont été réalisés en ce qui concerne les GOPE, le pacte de stabilité et de croissance et l'Eurogroupe.

Les grandes orientations des politiques économiques

Les GOPE continuent de contribuer à la convergence dans l'UEM. En outre, conformément aux objectifs de Lisbonne, elles donnent une priorité accrue au renforcement du potentiel de croissance de l'UE par le biais de la réforme économique. Les GOPE ont été renforcées à plusieurs niveaux. Elles ont été rendues plus opérationnelles par la formulation de recommandations plus spécifiques, à la fois dans la partie générale et dans celle concernant chaque pays. En outre, leur mise en œuvre fait maintenant l'objet d'une attention accrue, avec la publication par la Commission d'un rapport détaillé sur la manière dont les États membres ont suivi les recommandations qui leur étaient faites.

L'importance des GOPE s'est encore accrue du fait de la décision du Conseil européen, prise lors du Sommet de Lisbonne, de s'impliquer plus fortement dans cette coordination: dorénavant, sa réunion de printemps consacrée aux questions économiques et sociales sera l'occasion de formuler des orientations politiques supplémentaires. De plus, les GOPE sont maintenant en phase, et s'inspirent des travaux réalisés dans d'autres instances spécialisées du Conseil, qui sont chargées de la mise en œuvre dans leur domaine de compétence et d'apporter leur contribution aux GOPE suivantes.

Le pacte de stabilité et de croissance

Le pacte veille à ce que les États membres affichent des positions budgétaires saines, ce qui est une des conditions du bon fonctionnement de l'UEM. La mise en œuvre du pacte a progressé grâce à l'adoption d'un nouveau code de conduite en 2001, qui régit la présentation et le contenu des programmes de stabilité soumis par les pays membres de la zone euro. Ce nouveau code permet de mieux comparer les programmes grâce à l'utilisation d'hypothèses extérieures communes pour les projections et à l'obligation de présenter tous les programmes nationaux dans un court laps de temps chaque automne. En outre, l'éventail des informations à fournir a été élargi afin d'améliorer l'analyse des questions concernant la viabilité à long terme des finances publiques.

L'Eurogroupe

L'Eurogroupe rassemble les ministres des États membres ayant adopté l'euro. La Commission, et le cas échéant la BCE, sont invitées à participer à ces réunions. Le groupe constitue un forum informel qui permet des discussions franches et ouvertes sur les questions liées à l'UEM. Ce forum informel a facilité l'émergence de vues communes entre les ministres sur les questions d'intérêt mutuel. La gamme des sujets relevant de sa compétence a été élargie en ajoutant, aux questions ayant trait à la situation conjoncturelle, aux orientations budgétaires, au taux de change et à l'évolution des marchés de capitaux, des questions d'ordre structurel ayant un impact sur le rythme de croissance et sur les finances publiques. Par ailleurs, l'efficacité de l'Eurogroupe a été renforcée grâce à une amélioration de ses procédures de travail et à une visibilité accrue.

Si les progrès ont été notables durant les trois premières années de la monnaie unique, il convient de renforcer encore la coordination des politiques économiques. C'est dans cette optique que le Conseil européen de Barcelone a approuvé des mesures visant à améliorer l'évaluation commune de la situation économique. Le travail doit s'intensifier en ce qui concerne les besoins statistiques de l'UEM. Par ailleurs, les services de la Commission ont commencé, en mars 2002, à publier un rapport trimestriel présentant les travaux d'analyse en cours, et elle compte proposer bientôt une série de normes communes pour la conduite des politiques économiques afin de faciliter le consensus dans l'UEM sur ce qu'il faut entendre par une bonne politique économique.

2. ÉVOLUTION DE LA FORMATION DES SALAIRES DANS L'UEM

2.1 Introduction

On s'attendait à un impact très fort de l'UEM sur les acteurs du marché, notamment en matière de formation des prix et des salaires. L'Union économique et monétaire a largement modifié l'environnement macroéconomique, qui se caractérise désormais par une politique monétaire unique axée sur la stabilité de la zone euro et des politiques budgétaires nationales saines. Le débat concernant l'influence probable de l'UEM sur la formation des salaires s'est concentré sur trois aspects différents bien que liés entre eux: (i) le degré nécessaire de flexibilité des salaires nominaux pour tenir compte des effets désormais plus directs des salaires sur la compétitivité des prix, (ii) l'impact direct sur les espérances de salaires réels (courbe de formation des salaires) et, partant, sur le chômage d'équilibre, et (iii) l'incidence sur les institutions du marché du travail, en particulier les mécanismes de négociation salariale.

Il a été dit et répété que, d'une manière générale, l'UEM devrait constituer un cadre plus propice à l'adoption de comportements salariaux compatibles avec l'emploi car elle rend plus visible et plus rigoureux le lien entre l'évolution des salaires et celle de l'emploi. L'option d'une dévaluation du taux de change nominal n'existant plus, toute erreur de quelque importance dans la formation des salaires se traduira pour finir par une perte de compétitivité, entraînant une dégradation de la situation sur le marché du travail et obligeant à un ajustement douloureux.

Dans l'UEM, il est par conséquent encore plus important que par le passé que l'évolution des salaires soit conforme à la fois au cadre macroéconomique fixé au niveau communautaire et aux exigences propres à chaque pays. Dans ces conditions, les négociations salariales montrent que :

- Si l'évolution globale des salaires nominaux n'est pas compatible avec l'objectif de stabilité des prix, leur augmentation excessive fera peser un risque d'inflation sur l'ensemble de la zone euro, ce qui se répercutera sur la croissance et sur l'emploi dans toute l'Union monétaire.

- L'évolution des salaires réels qui reste en rapport avec la croissance de la productivité du travail et tient compte, si nécessaire, de la nécessité de renforcer la rentabilité des investissements qui permettent d'accroître les capacités et de créer des emplois évite la détérioration de la compétitivité et des conditions du marché du travail.

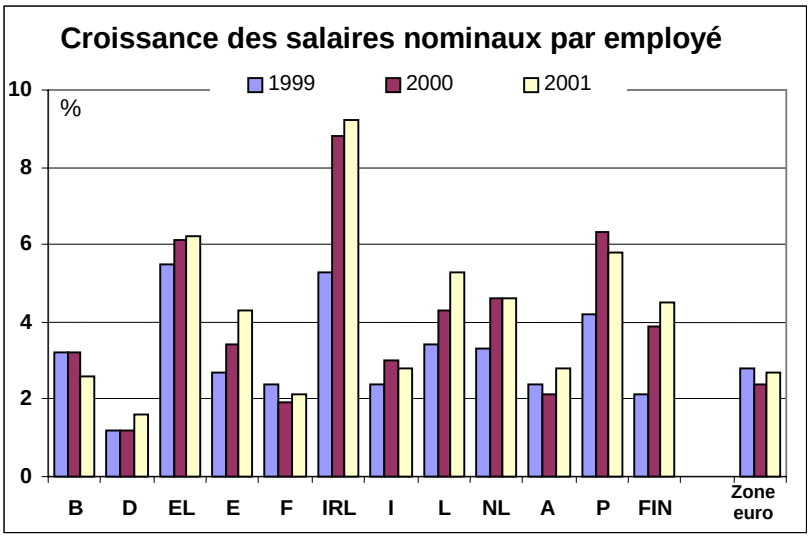
- La monnaie unique accroît la transparence et facilite les comparaisons, ce qui peut inciter à un certain "mimétisme" salarial. Bien que la convergence des niveaux de vie soit un objectif de l'Union, susceptible de surcroît de se concrétiser avec le temps, tout rattrapage salarial prématuré risque en fait de ralentir, voire de bloquer, le processus de convergence réelle.

- Les accords salariaux qui prennent en compte les écarts de productivité qui existent entre les diverses qualifications, compétences et zones géographiques. aident non seulement à prévenir les suppressions de postes et à stimuler la création d'emplois en général, mais améliorent aussi les perspectives d'embauche de groupes de population tels que les jeunes, les personnes faiblement qualifiées ou les chômeurs de longue durée, et contribuent à une redistribution efficace du travail entre les professions, les secteurs et les régions.

La mise en place de procédures de formation des salaires - et l'obtention de résultats - compatibles avec un niveau d'emploi élevé relève toujours principalement de la responsabilité du secteur privé. Comme indiqué plus haut, toute évolution inadéquate des salaires ou, plus généralement parlant, l'existence de structures inappropriées du marché du travail dans des pays ou des régions données, surtout si elle assez importante pour nécessiter une réaction de la politique monétaire commune, peut s'avérer dommageable pour les autres membres de l'UEM également. Un renforcement de la coordination des politiques économiques pourrait aider à "internaliser" ces effets.

2.2 Évolution globale des salaires: quelques faits saillants

Le mouvement de désinflation enregistré ces dix dernières années a été impressionnant. Certes, les performances économiques moyennes dans l'ensemble durant cette période ont contribué à modérer les pressions inflationnistes; néanmoins, le degré élevé de stabilité des prix résulte aussi de changements systémiques liés au passage à la troisième phase de l'UEM. L'adoption de l'euro exigeant notamment d'avoir stabilisé les prix et fait convergé l'économie avec le reste de la zone selon une trajectoire viable, les différentiels d'inflation entre pays participants se sont considérablement rétrécis. À l'intérieur de la zone euro prise dans son ensemble, la progression du salaire nominal par salarié s'est ralentie parallèlement ou presque au mouvement de stabilisation des prix, atteignant aujourd'hui environ 3 % en moyenne par an. D'une manière générale, par conséquent, il semble que les acteurs du processus de formation des salaires aient pris conscience de la nécessaire compatibilité avec la stabilité des prix.



Conséquence indirecte de la stabilisation nominale, la dispersion des taux de croissance des salaires nominaux entre les pays a nettement diminué au cours des dix dernières années. Il en a résulté dernièrement des évolutions assez similaires en la matière. Malgré tout, cette dispersion absolue de la croissance du salaire nominal par salarié s'élevait encore à 2,7 points de pourcentage en 2001 entre les "quatre grands" pays de la zone euro (de 1,6 % en Allemagne à 4,3 % en Espagne). Les salaires nominaux ont augmenté légèrement plus vite en Finlande et aux Pays-Bas, ces pays occupant une position différente dans le cycle, tandis que les taux de croissance les plus élevés dans ce domaine étaient enregistrés en Irlande, au Portugal et en Grèce. Il ressort que la dispersion des taux de croissance des salaires nominaux dans la zone euro reste encore significative.[5]

Bien que la convergence vers des comportements salariaux qui tiennent compte de leur impact sur l'inflation globale des prix soit justifiée, les écarts de niveau de productivité entre les pays limitent en pratique le degré de synchronisation souhaitable. Le fait d'autoriser les salaires à refléter les différences entre pays, régions ou secteurs est un moyen de permettre la convergence à terme des niveaux de salaire réel avec un niveau d'emploi viable ou supérieur. Par conséquent, la progression plus rapide des salaires nominaux dans certains pays affichant une croissance plus forte ne doit pas nécessairement inquiéter.

La stabilisation de l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux s'est accompagnée d'une moindre dispersion de l'augmentation de ces coûts selon les États membres. Cependant, certains dérapages se sont produits en 2001, et il apparaît clairement également que la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux a été plus forte que prévu dans un certain nombre de pays de petite taille.

Le fléchissement de l'activité économique en 2001 s'est accompagné d'une reprise de la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux. Dans la zone euro prise dans son ensemble, ces coûts ont

[5] Si l'on prend comme référence le coefficient de variation des taux de croissance des salaires nominaux, il apparaît que la dispersion relative des hausses de salaires nominaux a légèrement augmenté avec le temps. Cependant, les mesures de la dispersion relative viennent corroborer la thèse d'un comportement plus synchrone des salaires nominaux.

augmenté d'environ 2,5 % l'année dernière. Bien entendu, ce chiffre résulte dans une certaine mesure de l'augmentation plus faible que prévu de la productivité du travail, mais il n'est pas niable non plus que plusieurs pays – situés principalement à la périphérie de la zone euro – ont montré des signes de surchauffe. Néanmoins, les prévisions actuelles pour la zone dans son ensemble tablent sur une décélération de la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux, qui devraient retomber au-dessous de la barre des 2 % en 2002.

Pour résumer, malgré la hausse enregistrée en 2001, l'inflation des coûts salariaux unitaires nominaux dans l'ensemble de la zone euro a baissé. Qui plus est, malgré une réduction sensible du chômage ces dernières années, il y a eu peu de signes d'une nouvelle accélération significative de la croissance des coûts salariaux unitaires nominaux dans la zone. Certes, plusieurs pays qui ont affiché une croissance vigoureuse pendant quelques années et dont le marché du travail a connu une relative tension (l'Irlande, les Pays-Bas et le Portugal) semblent un peu plus exposés à d'éventuelles pressions sur les salaires. En outre, il est possible que l'impact sur les coûts de main-d'œuvre de la réduction du temps de travail hebdomadaire en France se ressente davantage lorsque l'effet de l'augmentation compensatoire de la productivité commencera à décroître. Globalement, cependant, il ne fait pas de doute qu'au cours des premières années de l'UEM, dont plusieurs de préparation à l'Union monétaire, la modération des salaires nominaux a été impressionnante et peut difficilement s'expliquer si l'on fait l'impasse sur une modification des comportements sous-jacents.[6]

Cette modération globale des salaires est d'ailleurs attestée par l'évolution des salaires de production ("product wages") réels corrigés en fonction de la productivité. Sous sa forme la plus simple, ceci revient à analyser l'évolution des coûts salariaux unitaires réels, reflétant les variations de la part du travail dans le revenu total. Or, il apparaît que celle-ci est restée à peu près constante dans la zone euro au cours des trois premières années de l'UEM, après avoir baissé sans discontinuer durant les cinq années précédentes.

Un examen un peu plus précis fait apparaître les évolutions suivantes:

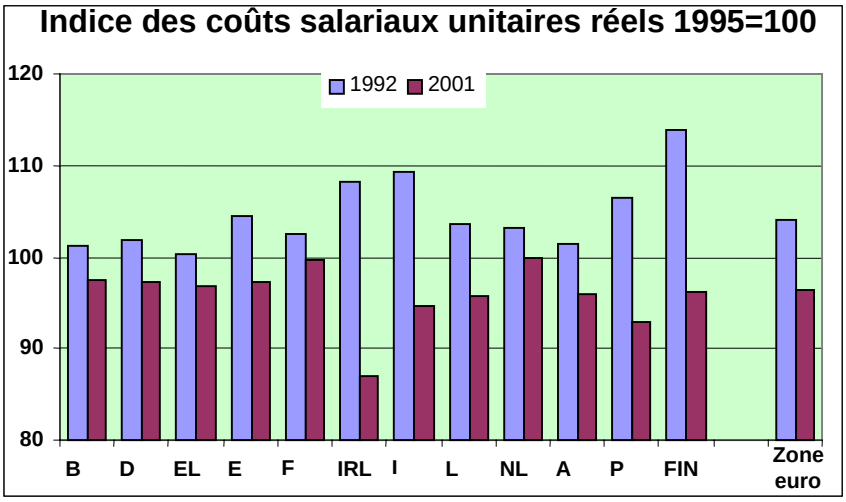
- Les salaires réels ont fait preuve de modération dans presque tous les pays de la zone euro. Ce n'est qu'en France, au Luxembourg et au Portugal que les coûts salariaux unitaires réels dépassaient en 2001 leur niveau de trois ans auparavant.

- Dans les pays de l'ancien bloc du mark plus l'Italie, les coûts salariaux unitaires réels sont restés pratiquement étals durant les trois dernières années. En Espagne, la baisse tendancielle de la part des salaires a marqué une pause l'année passée.

- En Irlande et en Finlande, qui avaient connu l'une et l'autre un recul sensible des coûts salariaux unitaires réels au cours de la période précédant l'UEM, la part du revenu du travail a cessé de régresser et les coûts en question ont commencé à augmenter.

[6] Plus techniquement, les prévisions hors échantillon basées sur des équations de salaires réalisées jusqu'au début des années 1990 tendent à surestimer l'évolution salariale des années suivantes (OCDE 2000).

- La Grèce, dernière venue dans la zone euro, a vu quant à elle chuter ses coûts salariaux unitaires réels durant les trois dernières années, ce qui a compensé leur progression de la période pré-UEM.



À l'évidence, la modération des salaires réels a porté ses fruits en contribuant ces dernières années au dynamisme de la création d'emplois. Bien que le taux de chômage de la zone soit tombé de son niveau record de 11,5 % à moins de 8,5 %, la situation est restée calme sur le front des salaires. Dans ces conditions, on estime que le taux de chômage non inflationniste de la zone ("NAIRU") a diminué d'environ 1 ½ point de pourcentage et qu'il poursuit actuellement sur cette lancée, ce qui indiquerait que la moitié environ de l'amélioration du niveau actuel du chômage peut être considérée comme structurelle. C'est grosso modo la conclusion à laquelle parviennent aussi les autres institutions internationales telles que l'OCDE et le FMI. Bien entendu, la question de savoir si cette modération des salaires peut se maintenir impose d'étudier les mécanismes sous-jacents à l'origine du processus.

2.3 Facteurs de la discipline salariale observée ces dernières années

Pour mieux comprendre la nature de la modération des salaires que reflète la baisse du NAIRU, il convient de rappeler les réformes relativement étendues entreprises sur les marchés de produits et les marchés du travail dans la plupart des pays de la zone euro, lesquelles ont eu pour effet au cours de la seconde moitié des années 1990 de renforcer la concurrence sur les marchés de biens et de services et de brouiller la ligne de partage entre travailleurs intégrés et travailleurs exclus. Les mesures de réforme destinées à stimuler l'emploi [7] ont porté notamment sur les systèmes de prélèvements et de prestations, par exemple sous la forme d'allégement de l'impôt sur la masse salariale pour certains groupes précis ou bien d'un soutien financier en faveur des personnes occupant un emploi faiblement rémunéré, et sur une modernisation de l'organisation du travail, avec notamment un accès plus facile au travail à temps partiel et des contrats de travail plus souples.

En outre, l'introduction de la monnaie unique ne manquera pas d'aviver la concurrence sur les marchés de produits et de services en augmentant la transparence des prix à l'intérieur de l'UEM.[8] L'Union économique et monétaire imprime ainsi un élan qui vient s'ajouter aux efforts en cours, dans le contexte du programme de réalisation du marché unique, pour améliorer le fonctionnement des marchés de produits et de services. Les risques de conflits entre entreprises et salariés pour le partage des rentes s'en trouveront largement réduits.

---

[7] Si les politiques plus actives et de prévention menées sur le marché du travail ont sans doute contribué à améliorer la situation de l'emploi, leur effet sur la modération des salaires et le NAIRU est ambigu.

[8] On notera, cependant, que plusieurs observateurs, plus sceptiques, jugent que l'intégration n'entraînera pas nécessairement un renforcement de la concurrence, pour la raison qu'elle facilite aussi les stratégies des entreprises transnationales en leur permettant potentiellement d'établir leur domination sur les marchés de produits dans toute l'Europe.

Encadré: centralisation, coordination et résultats macroéconomiques.

Le débat sur la manière dont les structures de négociation salariale influencent l'évolution des salaires s'est articulé dans une large mesure autour de l'hypothèse de Calmfors et Driffill, qui postule l'existence d'une relation "en U inversé" entre le chômage et le degré de centralisation des négociations salariales. En bref, les négociations totalement décentralisées ou, au contraire, totalement centralisées sont les situations les plus favorables à l'emploi car, dans le premier cas, la négociation prend en considération la compétitivité de l'entreprise, tandis que dans le second, elle tient compte des effets macroéconomiques sur l'emploi. Entre ces deux extrêmes, les implications des hausses de salaires sur l'emploi ne sont pas entièrement prises en compte, ce qui donne de moins bons résultats. En pratique, cependant, les preuves de cette relation en U inversé sont peu nombreuses. Une coordination réussie, qu'elle soit formelle (par exemple, fixation en commun de normes d'augmentation des salaires, avec la participation des pouvoirs publics) ou informelle (des accords-cadres négociés par les plus grandes entreprises d'un secteur servent de référence à l'ensemble des entreprises du secteur ("pattern bargaining")) peut être considérée comme un moyen de pallier le désavantage potentiel que présentent les négociations qui se déroulent à un niveau intermédiaire.

Bien qu'il soit difficile de déterminer précisément la contribution de chaque mesure de réforme, il y a peu de doutes qu'elles ont joué un rôle dans la réduction du NAIRU en aidant à réfréner les revendications salariales. En même temps, il ne faut pas oublier que les réformes ont progressé de façon assez inégale selon les pays, et que toutes les grandes économies de la zone souffrent encore d'un chômage structurel relativement élevé.

Il est par conséquent difficile d'expliquer la modération salariale générale ainsi observée sans invoquer le rôle des politiques de revenus informelles menées dans un certain nombre de pays[9]. On a assisté ces quelques dernières années à la conclusion d'accords bi- et tripartites, aussi bien en Belgique, qu'au Danemark, en Finlande, en Allemagne, en Grèce, en Espagne, en Irlande, en Italie, aux Pays-Bas et au Portugal, accords par lesquels les acteurs de la négociation collective s'engageaient à respecter une certaine modération salariale compatible avec la stabilité des prix et d'améliorer la compétitivité. La participation des pouvoirs publics à ces "pactes sociaux" tripartites peut prendre plusieurs formes, par exemple un allégement de la taxe professionnelle ou l'adoption de mesures spécifiques visant le marché du travail, comme cela a été récemment le cas en Finlande et en Irlande. La Finlande a également tenté d'accroître la flexibilité des salaires nominaux en instituant ce qu'elle a appelé des "fonds tampons UEM" ,[10] mais leur impact restera probablement assez limité.

La Belgique est sans doute le meilleur exemple d'un pays qui prend explicitement en considération la question de la compétitivité. En 1996, le gouvernement a promulgué une loi sur "l'emploi et la compétitivité" prescrivant une norme salariale pour 1997-98, en vertu de laquelle l'augmentation des rémunérations ne pouvait dépasser l'augmentation moyenne enregistrée dans les pays voisins, c'est-à-dire la France, l'Allemagne et les Pays-Bas. Par la suite, en 1998 puis en 2000, les partenaires sociaux ont conclu de nouveaux accords intersectoriels incluant là encore une norme salariale liée à l'évolution observée dans les pays voisins et servant de référence principale aux hausses de salaires moyennes en Belgique.[11]

---

[9] Pour un exposé détaillé sur ce point, voir par exemple l'Observatoire européen des relations industrielles (EIRO), EIROonline (2000).

[10] En période de reprise économique, les cotisations de sécurité sociale sont prélevées selon un taux légèrement supérieur à ce qui est nécessaire. En cas de fléchissement de l'activité, les ressources ainsi accumulées peuvent alors être utilisées pour couvrir les coûts de sécurité sociale supplémentaires.

[11] L'accord-cadre de ce type le plus récent, qui date de décembre 2000, fixe à 6,4 % au total l'augmentation maximale du salaire nominal par travailleur pour la période 2001-2002.

Encadré: pactes sociaux

Dans les années 1980 et 1990, les pactes sociaux tripartites ont (re)fait leur apparition dans un certain nombre d'États membres, le plus souvent dans un contexte de chômage élevé et de rigidité du marché du travail. Pour les pouvoirs publics, les négociations tripartites sur les réformes structurelles présentent l'avantage de donner très tôt une idée de ce qui est politiquement réalisable et permettent aussi, le cas échéant, d'obtenir le soutien actif des partenaires sociaux pour la mise en œuvre d'un accord. Elles offrent aussi la possibilité de conclure des accords globaux, qui permettent à chaque partie de considérer qu'elle a obtenu gain de cause au moins sur une partie des points. Souvent, les pouvoirs publics encouragent la conclusion de tels accords par des incitations telles que la promesse d'allégements fiscaux en cas de succès. Quant aux partenaires sociaux, les négociations tripartites sont l'occasion de peser sur le cours des politiques à un stade très précoce et d'affirmer leur légitimité.

À l'approche de la troisième phase de l'UEM, le processus de coordination a englobé d'autres aspects: sur le plan budgétaire, la nécessité de remplir les critères de Maastricht et, dans le domaine monétaire, le processus de désinflation, ce dernier accentuant encore l'intérêt porté à l'évolution des salaires. Cependant, la pression qui avait favorisé à l'origine l'émergence des pactes sociaux s'est sans doute atténuée avec le lancement de la monnaie unique et les conditions de croissance favorables en 1999-2000.

La coordination des négociations salariales au niveau national a aidé à préserver la modération des salaires. Cependant, ces accords se heurtent, fondamentalement, à un problème de durée, ce qui rend difficile de fixer les choses. En particulier, la grande mobilité des capitaux fait que les mécanismes liant les employeurs à des politiques d'investissement élevé sont assez peu efficaces. Du coup, les travailleurs ne sont pas incités à modérer leurs prétentions dans la perspective d'investissements futurs.Les gouvernements peuvent donc trouver de plus en plus difficile de mettre au point des politiques de soutien qui soient jugées acceptables par les principaux acteurs des négociations salariales.

D'un autre côté, les économies de la zone convergeant vers des taux d'inflation relativement bas, la restriction générale des salaires est devenue moins importante pour le bon fonctionnement de l'UEM, au contraire de la flexibilité des rémunérations nominales. L'expérience montre que la coordination des négociations salariales au niveau national débouche souvent sur des accords qui sont davantage axés sur des indicateurs généraux relatifs à l'ensemble de l'économie que sur les besoins spécifiques de la région, de l'entreprise ou de la profession concernée. Cependant, cette négociation coordonnée peut elle-même aboutir à des accords relativement différenciés à condition qu'elle n'interdise pas les ajustements aux niveaux de négociation inférieurs. À cet égard, on a assisté ces dernières années dans plusieurs pays à un mouvement vers une "décentralisation centralisée" des négociations salariales, sous forme par exemple de l'ajout de clauses dites "d'ouverture" qui permettent une certaine différentiation au niveau des entreprises. Cependant, la négociation centralisée a parfois échoué à rectifier rapidement le tir lorsque l'évolution des salaires était en décalage avec celle de la productivité. La perte de compétitivité qui s'ensuit dans ce cas peut durer longtemps avant que n'intervienne l'ajustement, inévitable et douloureux.

Les politiques du marché du travail étant axées sur la mobilisation du potentiel de main-d'œuvre à travers de vastes réformes structurelles qui visent à relever les taux d'activité, il est possible, effectivement, qu'au niveau global, les pressions sur les salaires restent assez faibles. Les mesures d'accompagnement facilitent aussi la transition vers une plus grande différentiation "structurelle" des salaires.

Jusqu'ici, des progrès ont été accomplis dans la manière dont fonctionnent les institutions du marché du travail à l'intérieur de la zone euro, et il ne fait pas de doute que les dispositifs et pratiques en matière de formation des salaires ont réagi en général très positivement au nouvel environnement économique, à la fois durant la période précédant la troisième phase de l'UEM et pendant ses trois premières années. À moyen terme, les forces conjuguées de la transparence des prix, de l'augmentation de la mobilité des capitaux, de l'intégration commerciale et de la concurrence devraient accroître l'élasticité de la demande de travail par rapport aux salaires réels. Ceci devrait encourager l'adoption de positions salariales compatibles avec l'emploi, à mesure que le lien entre salaires et emploi se resserre et apparaît pour finir beaucoup plus clairement.

3. L'INVESTISSEMENT ET LE POTENTIEL DE CROISSANCE DE LA ZONE EURO

3.1. Tendances de l'investissement dans la zone euro au cours des années 1990

À moyen et long terme, l'investissement est un facteur crucial du développement du potentiel de croissance de la zone euro car il détermine la structure et la taille du stock de capital et agit comme un vecteur de pénétration des nouvelles technologies. Bien qu'un examen empirique ne permette pas encore de tirer de conclusions définitives[12], il est néanmoins évident que l'UEM a nettement renforcé le potentiel d'investissement dans la zone euro:

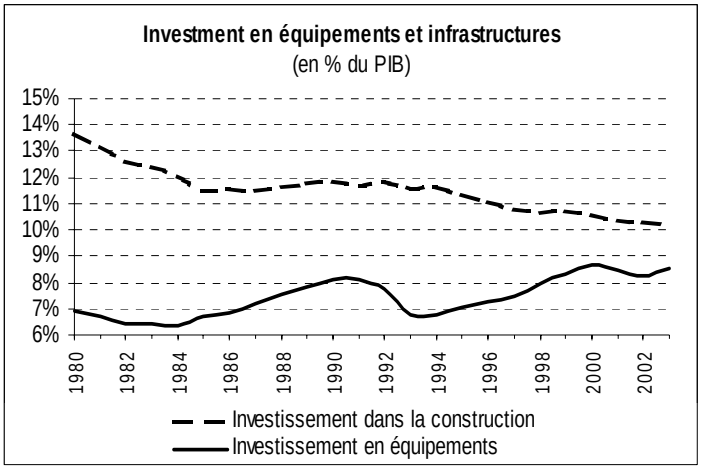
– comme complément au programme du marché unique, l'euro stimule la concurrence et réduit les risques de change;

– grâce à l'accélération de la dynamique d'intégration des marchés financiers, les conditions de financement des entreprises devraient globalement s'améliorer et la réalisation d'investissements transfrontaliers sera plus aisée;

– au niveau des politiques économiques, on prévoit que l'UEM agira comme catalyseur des réformes structurelles, en particulier pour les marchés du travail. En ce qui concerne les aspects budgétaires, la baisse des déficits et des ratios d'endettement devrait avoir un impact positif sur les taux d'intérêt et favoriser l'activité du secteur privé.

S'il est clair que l'environnement créé par l'UEM est potentiellement favorable à l'investissement, il convient néanmoins de souligner que ce potentiel ne pourra être réalisé qu'au prix d'efforts significatifs au niveau des politiques macro et microéconomiques dans les années à venir. L'étendue du défi à relever est révélée par une analyse des tendances historiques: la médiocre performance de l'investissement dans la zone euro au cours des années 1990 est généralement considérée comme largement responsable des taux de croissance réels et potentiels relativement faibles que connaît actuellement la zone. Le présent chapitre s'efforce d'isoler les principaux facteurs agissant sur l'investissement, avec une insistance particulière sur ceux d'entre eux pour lesquels l'UEM est susceptible d'avoir un impact direct ou indirect.

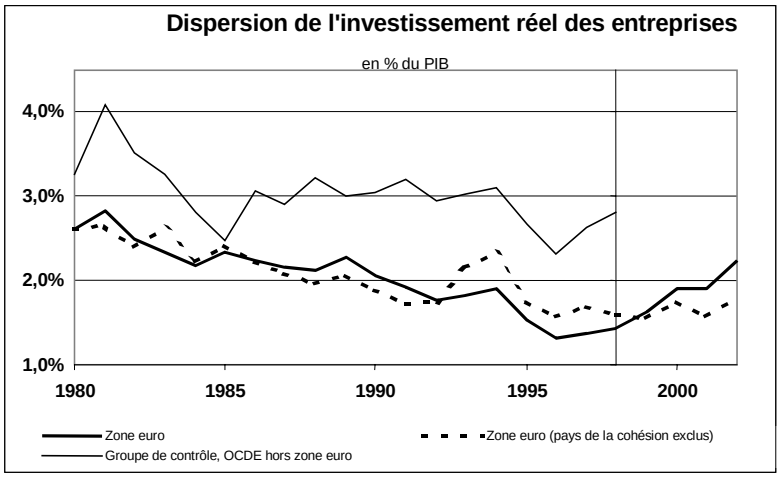
Durant l'essentiel de la décennie passée, les performances de l'investissement dans la zone euro ont été médiocres. La reprise de l'investissement à la fin des années 1990 semble en outre plus lente que lors du précédent cycle d'investissement, lequel avait débuté en 1986, duré cinq ans et atteint à son sommet des rythmes de croissance de l'investissement total de 7 %. La reprise de la fin des années 1990 a été en revanche plus courte et moins prononcée, avec des taux de croissance annuels ne dépassant pas 5 %. L'examen des parts de l'investissement renvoie lui aussi une image de reprise moins vigoureuse dans les années 1990, avec certes



[12] Compte tenu de la brièveté de la période qui s'est écoulée depuis le début du processus d'UEM, il est manifestement trop tôt pour tenter une évaluation empirique globale de son impact sur l'investissement dans la zone euro.

une progression régulière entre 1997 et 2000, mais sans retrouver les sommets de la fin des années 1980. La croissance de l'investissement avait été exceptionnellement dynamique dans la seconde moitié des années 1980[13].

La tendance de l'investissement global peut être désagrégée, soit en séparant investissement dans la construction et dans l'équipement, soit en distinguant investissement public et investissement privé. Le secteur de la construction, qui représente plus de la moitié de l'investissement total, a joué un rôle prépondérant dans la détérioration des performances de l'investissement après la récession de 1992-1993 dans la zone euro. En revanche, les phases d'expansion des cycles de l'investissement en équipements des décennies 1980 et 1990 sont restées globalement similaires, que ce soit en termes de durée ou de taux de croissance. Si la croissance moyenne a été légèrement plus lente au cours de l'expansion des années 1990, la part de l'investissement en équipements réel dans le PIB a en revanche atteint en 2000 un niveau qui était nettement supérieur à celui observé lors du sommet du précédent cycle d'investissement. Environ les trois-quarts des dépenses totales d'investissement des entreprises correspondent à l'équipement, ce qui témoigne du caractère globalement soutenu de la croissance au cours de la deuxième moitié des années 1990. La part des dépenses en TIC dans le PIB total s'est également accrue ces dernières années[14]. Contrairement à l'investissement des entreprises, l'investissement public a vu sa part dans le PIB décroître régulièrement sur la période 1991-1998 (du fait partiellement des politiques de privatisation) avant de stabiliser plus ou moins par la suite. En conséquence, si l'on exclut la construction et l'investissement publics, l'évolution globale de l'investissement en équipements au cours des années 1990 est plutôt encourageante, avec un investissement des entreprises dans ce secteur qui s'accélère depuis le milieu de la décennie passée, une tendance qui est encore plus sensible en termes réels, les prix du secteur des TIC ayant fortement baissé. L'investissement des entreprises (ramené au PIB) y a atteint des niveaux comparables au sommet de la fin des années 1980.



Au cours des années 1990, on assiste à un resserrement considérable des écarts entre taux d'investissement selon les pays, alors que la dispersion des taux d'investissement dans les autres pays de l'OCDE[15] est restée plutôt stable. Cela semble suggérer une convergence des conditions économiques et une plus forte synchronisation des politiques à l'approche de la troisième phase de l'UEM. De manière surprenante, cette tendance à la convergence réelle a été plus nette dans les économies les plus avancées que dans les pays de la cohésion. Depuis 1999 cependant, la dispersion des taux d'investissement des entreprises a cessé de se réduire et on observe même un léger accroissement sur les années les plus récentes, imputable dans une certaine mesure au plus grand dynamisme de l'investissement dans les pays en phase de rattrapage.

[13] Ce dynamisme correspondait, du moins en partie, à un effet d'anticipation sur l'achèvement du marché unique.

[14] Dans une étude récente (BCE, WP 122, *New Technologies and Productivity Growth in the Euro Area*, Vijselaar et Albers), la BCE estime que la contribution de l'investissement en TIC à la croissance de la production dans la zone euro s'est accrue, passant de 0,37 point de pourcentage sur la période 1991-1995 à 0,74 point de pourcentage sur les années 1996-1999.

[15] Y compris le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni.

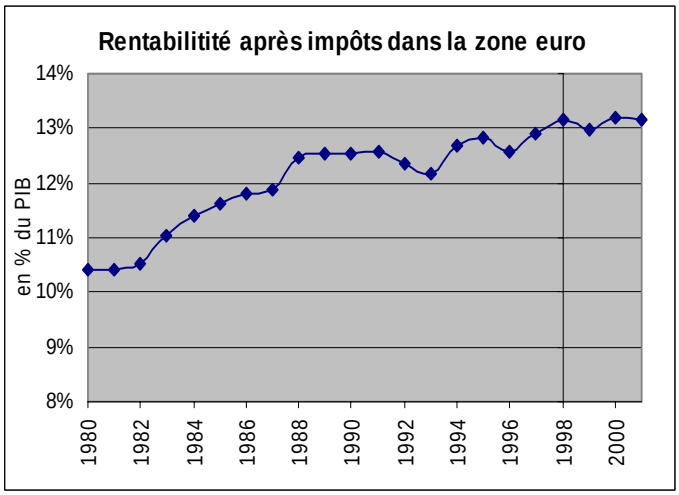
Encadré: Investissement direct étranger

Au cours des années 1990, l'intégration européenne a progressivement levé les barrières à l'investissement direct étranger (IDE) et à l'acquisition de participations directes par des sociétés étrangères. L'introduction de l'euro a encore abaissé, au sein de la zone euro, les obstacles aux flux d'investissement liés aux risques de variabilité des taux de change et devrait réduire le biais en faveur des entreprises nationales dans les portefeuilles d'investissement. Les barrières aux échanges ont également régressé sur la même période et, de ce fait - dans la mesure où l'IDE est un substitut aux flux commerciaux - l'impact global de l'intégration est ambigu.

Dans la seconde moitié des années 1990, ce sont à la fois les flux d'IDE en provenance et à destination de la zone euro qui se sont accrus dans des proportions significatives. Un certain nombre de précisions concernant l'importance des sorties nettes d'IDE de ces dernières années s'avèrent nécessaires. Les sorties d'IDE de la zone euro se sont accélérées au cours de la deuxième moitié des années 1990, atteignant en moyenne 1 % du PIB entre 1996 et 1999. Les statistiques sur l'IDE indiquent que l'investissement des sociétés basées dans la zone euro s'est en fait redressé beaucoup plus vigoureusement dans la seconde moitié de la décennie précédente que ne le montrent les données de la comptabilité nationale sur l'investissement des entreprises. L'analyse des données géographiques et sectorielles confirme que cette accélération récente des flux nets d'IDE est en grande partie imputable aux décisions stratégiques de firmes multinationales dans un petit nombre de secteurs et de zones géographiques, décisions probablement plus liées à une politique d'expansion mondiale que motivées par des différences dans les taux de rentabilité attendus. Pour 2000, les statistiques font ainsi apparaître d'importantes entrées en Allemagne et de non moins importantes sorties du Royaume-Uni, liées à des fusions/acquisitions dans le secteur des télécommunications. Aucune preuve empirique ne permet pour l'instant d'affirmer que les flux d'IDE ont été fortement corrélés aux écarts de compétitivité au sein de la zone euro.

3.2 Les déterminants de l'investissement dans la zone euro

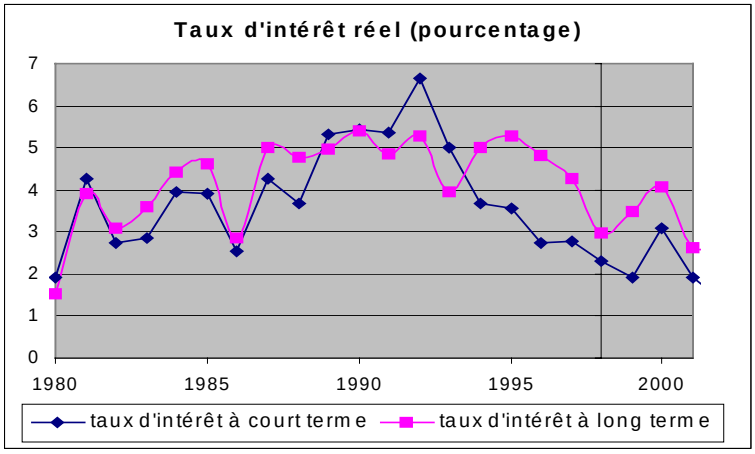
Selon la théorie économique, trois principaux facteurs macroéconomiques déterminent l'investissement: la demande agrégée, le coût du capital et la rentabilité. En raison de leur importance particulière en termes de productivité et de croissance potentielle, une estimation simple et directe des poids relatifs des principales variables macroéconomiques a été pratiquée en prenant comme variables explicatives de l'investissement en équipements la rentabilité, les prix relatifs de l'investissement et les taux d'intérêt réels. Comme prévu, l'étude montre que la hausse des profits, les prix d'investissements relatifs, la réduction des taux d'intérêt réels et la baisse de la fiscalité ont un impact positif. Une hausse soutenue de la rentabilité de l'ordre de 1 point de pourcentage induit une augmentation de la part de l'investissement en équipements dans le PIB comprise entre 0,1 et 0,15 points de pourcentage. Une baisse de même ampleur des prix relatifs de l'investissement ou des taux d'intérêt réels induirait, quant à elle, une augmentation de la part de l'équipement d'environ 0,05 point de pourcentage.

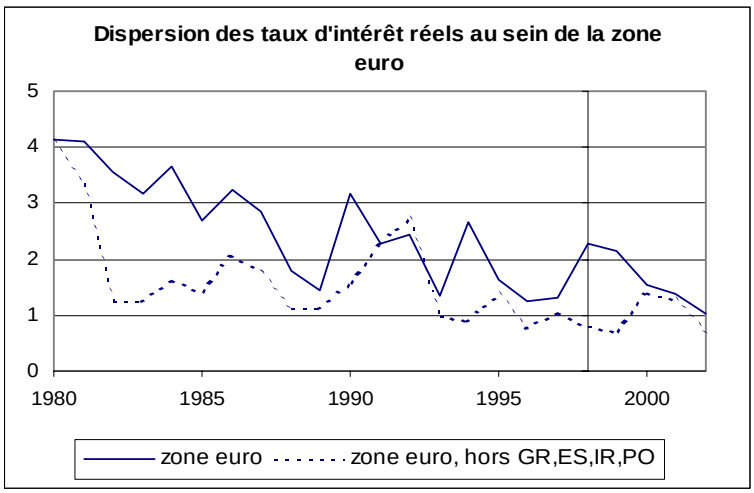


Depuis le début des années 90, on observe une hausse perceptible et régulière de la rentabilité après impôt[16] dans la zone euro. Parallèlement, la croissance est devenue plus intensive en travail, ce qui suppose un net ralentissement de la substitution du capital au travail. Cette évolution s'explique, d'une part, par le mouvement séculaire vers une économie dominée par le secteur des services et, d'autre part, par une longue période ininterrompue de modération salariale. Malheureusement, cette hausse relativement importante de la

[16] Mesurée par le PIB aux prix du marché moins le revenu du travail (à l'exclusion des indépendants), corrigé des variations de l'impôt effectif sur les sociétés, le tout en pourcentage du capital.

rentabilité ne semble pas pour l'instant se traduire par un dynamisme équivalent de l'investissement total. De manière plus encourageante, l'UEM a eu des effets positifs sur l'investissement grâce à la réduction des incertitudes: la volatilité des taux de change entre les États qui ont intégré la zone euro n'est plus qu'un souvenir et les taux d'intérêt à court et long termes ont pu être abaissés grâce aux politiques budgétaires saines menées dans le cadre de l'UEM.





De manière prévisible, les déterminants macroéconomiques fondamentaux de l'investissement montrent eux aussi un degré considérable de convergence pour les années récentes. Les écarts dans la rentabilité après impôt, mesurés par leur écart type, ont pratiquement été réduits de moitié depuis la fin des années 80, avec une réduction particulièrement rapide au début des années 90. Les taux d'intérêt réels montrent eux aussi des signes de convergence. La convergence des taux de rentabilité est une conséquence du renforcement de la concurrence sur les marchés de produits et du travail, mais également de la plus forte mobilité des capitaux induite par la libéralisation financière. Ces évolutions, auxquelles il convient d'ajouter la synchronisation croissante des conditions budgétaires et monétaires dans la zone euro, permettent d'expliquer la convergence des taux d'intérêt réels. Les facteurs spécifiquement nationaux continuent néanmoins à jouer un certain rôle. Le dynamisme exceptionnel de l'investissement irlandais s'est accompagné d'une forte augmentation de la rentabilité après impôt. Quant au Portugal, c'est le seul pays où la rentabilité a régressé sur les trois dernières années, même si le taux d'investissement y a finalement peu varié en raison d'une baisse concomitante des taux d'intérêts réels.

Même si les variables explicatives macroéconomiques de type traditionnel paraissent expliquer une bonne partie du comportement de l'investissement dans la zone euro, les facteurs macroéconomiques jouent également un rôle important. Il est clair que les rigidités structurelles sur les marchés financiers, du travail et des produits doivent être combattues si l'on veut tirer pleinement parti du potentiel de l'UEM en termes d'amélioration de l'environnement économique pour l'investissement. Les comparaisons entre pays montrent que les variables des marchés boursiers sont corrélées positivement avec la croissance de l'investissement. Des corrélations similaires existent au niveau des indicateurs concernant la taille, la liquidité et les prix des marchés boursiers. Ces résultats ne sont pas surprenants si l'on considère que les entreprises investissent pour accroître leurs profits et que les actionnaires évaluent la valeur des entreprises sur la base des bénéfices futurs qu'elles pourront dégager. Les données actuellement disponibles tendent à suggérer que les marchés boursiers sont une source de financement particulièrement sollicitée par les entreprises du secteur des TIC, lesquelles ont été un des principaux moteurs de la croissance des investissements aux États-Unis. Le mode de régulation des marchés de produits semble être un autre déterminant structurel dont l'impact sur le comportement de l'investissement est particulièrement prononcé. C'est ainsi que les indicateurs élaborés par l'OCDE

pour évaluer les différences entre les cadres réglementaires nationaux montrent clairement que plus les réglementations sont restrictives, plus les taux de croissance de l'investissement sont médiocres. Il apparaît en particulier que les indicateurs mesurant l'importance de la propriété publique (taille, champ d'activité des entreprises publiques et contrôle de ces entreprises), le degré d'intervention de l'État dans l'activité des entreprises (contrôle des prix, règles dirigistes et tatillonnes) et les obstacles à la liberté d'entreprendre (opacité réglementaire, obligations administratives pesantes sur les jeunes entreprises et entraves à la concurrence) présentent une corrélation négative avec l'activité d'investissement. Enfin, il est possible que les rigidités sur le marché du travail aient elles aussi freiné l'investissement dans la zone euro. C'est ainsi que l'indicateur de l'OCDE pour la législation de protection de l'emploi offre une relation inverse avec la croissance de l'investissement réel. D'autres variables structurelles quantitatives du marché du travail sont orientées dans le même sens, par exemple le "taux d'imposition des salariés faiblement rémunérés" et la "durée des prestations de chômage".

Sur la base des résultats présentés, il paraît à la fois indispensable et réalisable d'améliorer l'environnement de l'investissement dans la zone euro en exploitant les potentialités offertes par l'UEM. Un accroissement soutenu du rythme de formation du capital fixe placerait la zone euro sur une trajectoire durable d'amélioration des niveaux de vie. Une augmentation de la part de l'investissement dans le PIB accroîtrait le potentiel de croissance de la zone, que ce soit à court terme ou à plus longue échéance, pour autant que l'incorporation du progrès technologique modernise le stock de capital. L'analyse des déterminants de l'investissement souligne la nécessité de s'attaquer à une série de rigidités structurelles de la zone euro en vue d'améliorer le climat de l'investissement. À cet égard, un large éventail de mesures de réformes structurelles sont actuellement à l'étude, qu'il s'agisse de réformes du marché du travail, de baisses de la fiscalité sur les sociétés ou de réformes des marchés de produits et du marché financier visant à renforcer la concurrence et à réduire les rentes de monopole.

Pour conclure, l'UEM offre le potentiel nécessaire pour améliorer de manière significative l'environnement de l'investissement dans la zone euro et pour faire puissamment contrepoids à l'impact négatif sur la croissance de facteurs comme la baisse démographique. L'UEM pourrait jouer ce rôle positif en influant sur toute une gamme de déterminants de l'investissement par le biais du renforcement de la concurrence et de la réduction du risque de change; en agissant comme catalyseur du développement du marché financier et, enfin, en encourageant toute une série de réformes macro et microéconomiques de stimulation de l'investissement.

4 LE SYSTEME FINANCIER DE LA ZONE EURO

4.1 Évolution générale du système financier de l'UE

Ces dernières années, on a assisté à une nette accélération du processus de développement et d'intégration des marchés financiers de l'UE. Cette accélération est le produit de trois facteurs, liés entre eux: (i) la mondialisation, impulsée par la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, la déréglementation financière et les progrès de la technologie; (ii) la mise en place progressive d'un cadre réglementaire commun couvrant toute l'UE (suite aux efforts en vue d'achever le marché intérieur des services financiers), qui s'est accompagnée de réformes financières entreprises par les États membres; et (iii) le passage à l'euro.

Dans la période précédant janvier 1999, la pluralité des monnaies nationales constituait un obstacle majeur à l'intégration financière de l'Union. L'existence d'un risque de change limitait l'attrait de l'investissement transfrontalier, réduisait les incitations à entreprendre une harmonisation de la réglementation au niveau de l'UE et émoussait l'aiguillon de la concurrence sur les marchés domestiques des États membres. Le passage à l'euro, monnaie unique de douze États membres, a fondamentalement modifié cette situation. Avec l'arrivée de l'euro, le risque de change a cessé d'être une source de fragmentation du système financier de la zone euro, ce qui a mis en relief les coûts d'opportunité liés aux autres sources de fragmentation du système. L'approfondissement de l'intégration causé par l'euro s'est traduit par une plus grande homogénéisation des marchés, une vague de consolidation entre intermédiaires et bourses et l'apparition de produits et techniques nouveaux et innovateurs. Les opérateurs des marchés ont adopté des stratégies paneuropéennes et les responsables politiques ont réagi en assignant une priorité politique élevée à l'achèvement du marché intérieur des services financiers. En outre, les incitations à accélérer les réformes intérieures en vue de préserver la compétitivité de systèmes financiers nationaux jusqu'alors protégés se sont nettement accrues.

Structure des sources de financement dans la zone euro et aux États-Unis (fin 2001, en % du PIB)

	Zone euro	États-Unis
Dépôts bancaires	64.3	60.6
Prêts bancaires	108.2	50.7
– aux entreprises	42.7	16.1
– aux ménages	45.7	34.6
– administrations publiques	12.4	0.0
Encours des titres de créance émis par	90.6	148.6
– les entreprises	5.8	24.2
– les institutions financières	28.7	43.1
– le secteur public	52.7	84.4
Capitalisation du marché boursier	73.3	138.7

Sources: BCE (dépôts et prêts bancaires dans zone euro), Réserve fédérale (dépôts et prêts bancaires aux États-Unis), Eurostat (PIB zone euro et États-Unis, capitalisation marché boursier), BRI (Titres de créance). Pour les États-Unis, les dépôts et prêts bancaires correspondent au total agrégé des banques commerciales, unions de crédit et caisses d'épargne (données du FED, flux financiers); l'encours des titres de créance du secteur public comprend les titres émis par les entreprises bénéficiant d'un soutien du gouvernement (government-sponsored enterprises) ou les groupes d'établissements hypothécaires liés aux autorités fédérales (federally related mortgage pools).

Une des principales caractéristiques opposant les systèmes financiers respectifs de la zone euro et des États-Unis[17], à savoir la distinction traditionnelle entre un système américain où le financement par appel au marché est prépondérant et un système européen dominé par le financement bancaire, reste toujours valable. En particulier, le financement bancaire joue dans la zone euro un rôle beaucoup plus important dans le financement des entreprises qu'aux États-Unis. Dans ce dernier pays, l'émission directe d'obligations privées est le principal moyen de financement des entreprises comme le montre l'importance des encours de titres de dette et la capitalisation du marché boursier. En dépit de ces différences, il est intéressant de noter que, dans les deux zones économiques, toute la gamme des instruments et des intermédiaires sont fortement représentés.

Au sein de la zone euro, les progrès dans le traitement de l'information, la libéralisation et l'intégration des marchés (grâce notamment à la suppression des douze monnaies nationales différentes) devraient favoriser le financement par appel aux marchés de capitaux au détriment du financement bancaire. Il n'existe toutefois aucune preuve théorique ou empirique qui démontrerait qu'un système financier plus titrisé est supérieur à l'actuel système à prédominance bancaire. Il convient donc de prendre en considération d'autres caractéristiques plus pertinentes pour évaluer l'efficacité globale d'un système financier, en particulier son caractère complet et son adaptabilité[18].

Le secteur financier de la zone euro traverse actuellement une phase de transformation structurelle rapide, l'intégration croissante des marchés nationaux s'accompagnant d'une expansion générale du secteur financier et d'une intensification de la concurrence entre les différents instruments ou intermédiaires existants. En raison des caractéristiques propres aux divers composants du secteur financier, les rythmes d'évolution ont été plutôt inégaux d'un marché à l'autre, en particulier en ce qui concerne l'intégration.

4.2 Marchés monétaires et d'instruments dérivés

Depuis le 1er janvier 1999, les opérations de politique monétaire de la BCE s'effectuent en euros, sur la base de la demande de liquidités de l'ensemble de la zone, sans aucune discrimination entre les besoins de liquidités des systèmes bancaires nationaux. Un certain nombre de problèmes liés aux procédures d'attribution de liquidités de la BCE ont pu être résolus par l'adoption d'appels d'offres à taux variable en juin 2000. Tandis que le marché monétaire en euros a bien fonctionné depuis cette date, le degré d'intégration n'est toutefois pas identique pour tous ses segments.

Sur le *marché des dépôts interbancaires non garantis*, l'intégration est quasiment achevée et l'on observe une convergence quasi complète des taux d'intérêt à très court terme dans l'ensemble de la zone euro. Cette convergence des taux d'intérêt est également illustrée par l'acceptation, par tous les opérateurs du marché, de l'EONIA (Euro Overnight Index Average) et de l'EURIBOR (Euro-Inter-Bank Offered Rate) en tant que références de prix communes. La convergence a également été facilitée par l'efficacité de la distribution des liquidités dans toute la zone: les transactions transfrontalières constituent aujourd'hui la plus grosse part (environ 60%) de l'activité interbancaire des plus importants participants du marché. Tout indique que le marché interbancaire a évolué vers une structure à deux niveaux pour la distribution de liquidités, les banques relativement importantes dominant le segment des opérations transfrontalières, tandis que les petits établissements se financent essentiellement par des transactions domestiques avec ces grandes banques. Sur le marché monétaire, la convergence des taux semble également évidente pour les échéances plus lointaines. Une étude de la BRI[19] a montré que les écarts entre taux acheteur et taux vendeur se sont réduits de 40 % entre 1996 et

---

[17] Avant toute comparaison du marché financier de la zone euro avec les États-Unis, il convient de souligner que la zone euro diffère fondamentalement des États-Unis dans la mesure où il s'agit d'une Union de nations et non d'un seul pays. En dépit des nombreux progrès de l'intégration financière, le secteur financier de la zone euro continue à se caractériser par de nombreuses différences au niveau des systèmes juridiques nationaux, des législations, des conventions de marché, etc.

[18] Une structure financière complète permet aux entreprises de se financer par le biais des marchés et des intermédiaires selon les modalités qui correspondent le mieux à leurs besoins aux différentes étapes de leur vie. Une structure adaptative dispose de la souplesse nécessaire pour faire évoluer les intermédiaires financiers ou les formes de contrat en cas de transformation de l'environnement économique.

[19] Banque des règlements internationaux (2000), 70e rapport annuel.

2000 au niveau des taux d'intérêt sur les dépôts euros à trois mois et elle voit là un signe supplémentaire de l'intégration du segment du marché monétaire correspondant aux dépôts en euros non garantis.

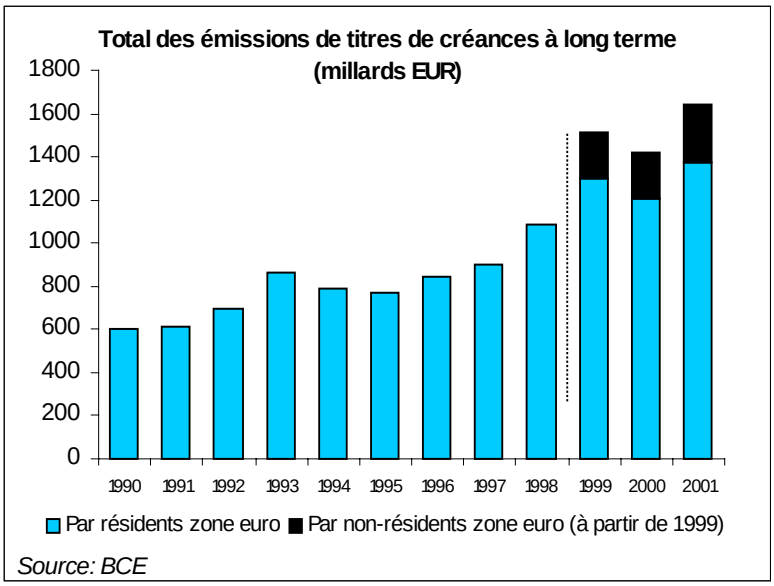
Parallèlement à ces transformations sur le marché des opérations monétaires non garanties, le *marché des instruments dérivés* de la zone euro s'est lui aussi fortement intégré. Le marché transfrontalier des swaps de taux d'intérêt en euros a connu une croissance exponentielle depuis l'introduction de la monnaie unique et la très forte intégration de ce marché est illustrée par l'étroitesse des écarts entre taux acheteur et vendeur et par des encours relativement imposants. L'activité sur les autres marchés dérivés s'est également intensifiée, les contrats à terme basés sur l'indice EURIBOR succédant aux contrats à terme libellés dans les monnaies qui se sont fondues dans l'euro.

En revanche, les compartiments *garantis du marché monétaire* (opérations de pension privées, bons du Trésor, billets de trésorerie et certificats de dépôt, par exemple, qui comportent la remise de liquidités en échange d'une garantie) n'ont pas connu, loin s'en faut, la même intégration. Leur morcellement persistant tient principalement à la difficulté de faire jouer les garanties de l'étranger, une conséquence de la diversité des pratiques et des règles de marché et des disparités nationales dans le traitement fiscal ou juridique des valeurs remises en garantie. Ces différences nationales, qui se traduisent par une segmentation nationale des infrastructures de marché, peuvent poser de gros problèmes pratiques pour les opérations de compensation et de règlement transfrontalières, comme l'a souligné le récent rapport du groupe Giovannini[20]. La directive sur les garanties financières, qui doit être pleinement mise en œuvre d'ici 2003, s'attaquera aux difficultés actuellement rencontrées lors de l'utilisation transfrontalière des garanties financières et renforcera l'intégration des marchés financiers européens, notamment en déterminant la législation régissant chaque contrat de garantie transfrontalier.

4.3 Marchés obligataires

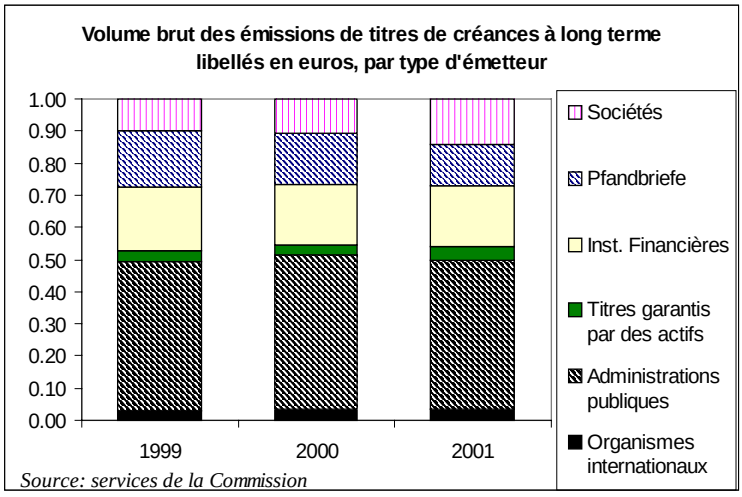
L'introduction de l'euro a provoqué l'intégration des marchés obligataires nationaux des États membres participants, qui ont donné naissance à un marché d'obligations libellées en euros nettement plus homogène. Les effets de l'intégration sur l'activité du marché apparaissent de manière évidente a de nombreux niveaux.

En premier lieu, le volume des émissions s'est accru grâce à la plus grande liquidité et profondeur du marché libellé en euros. Depuis janvier 1999, le total des émissions domestiques en euros est supérieur au total agrégé des émissions dans les monnaies qui ont précédé l'euro réalisées au cours des années immédiatement antérieures à l'UEM. Les émissions en euros ont été particulièrement abondantes en 1999, avec une hausse de 20 % par rapport à 1998. Ce gonflement du volume des émissions s'explique par la libération de la demande, jusque là contenue, d'émetteurs et d'investisseurs qui avaient jusque là



[20] Le groupe Giovannini, qui est composé de professionnels du marché et présidé par Alberto Giovannini, a été créé pour conseiller la Commission dans le domaine des marchés financiers. En novembre 2001, le groupe a remis un rapport intitulé "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union". Ce rapport, publié par la Commission européenne dans la série Economic Papers (n° 163), est disponible à l'adresse suivante: http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm .

différé leur entrée sur le marché en raison des turbulences du système financier international et des incertitudes entourant le passage à l'euro. Les émetteurs privés consolider leur position sur un marché nouveau et potentiellement plus liquide. En 2000, les émissions en euros ont toutefois baissé de 6% en volume (y compris les émissions par des non-résidents de la zone euro, pour lesquels les données ne sont disponibles que depuis 1999) en raison du retour à un rythme plus normal des activités d'émission, d'une réduction des besoins de financement des États et d'une détérioration progressive du sentiment du marché face à la hausse régulière des taux d'intérêt et des prix du pétrole. Les émissions en euros ont à nouveau vivement progressé au début de 2001. Malgré un ralentissement en fin d'année, le volume total des émissions en 2001 était de 16% supérieur à celui de l'année précédente. Le dynamisme des émissions en euros en 2001 est avant tout imputable aux émetteurs privés et financiers qui ont réagi à l'amélioration des conditions sur le marché obligataire et à leur détérioration sur les marchés d'actions mondiaux.



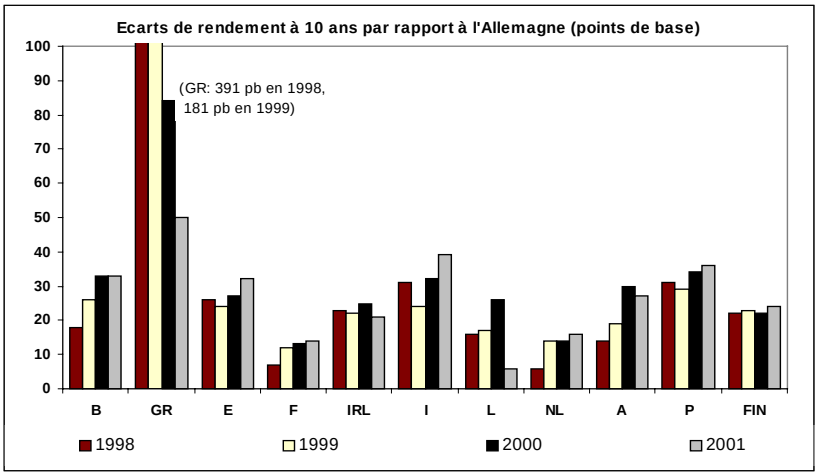
Source: services de la Commission

En second lieu, par rapport à la situation d'avant l'UEM, on observe une vive progression des émissions du secteur privé au détriment des émissions souveraines. Cette évolution dans la composition des émissions obligataires s'explique à la fois par les moindres besoins de financement par emprunt des États de la zone euro (du fait des politiques d'austérité budgétaire suivies dans les années 90) et par l'essor des émissions effectuées par les entreprises financières et non financières. On constate en particulier que le marché relativement peu développé des obligations privées non financières a enregistré des taux de croissance particulièrement exceptionnels, le volume total des émissions passant de 27 milliards de dollars en 1998 à 97 milliards en 2001. La taille croissante des émissions - les tranches supérieures à un million d'euros sont aujourd'hui monnaie courante - est une autre preuve de la liquidité de plus en plus grande des segments du marché correspondant aux entreprises et aux institutions financières[21]. Sur le segment des entreprises non financières, l'augmentation des émissions par des sociétés moins bien notées est également une indication de la liquidité relative du marché, même si la part des émissions à haut rendement reste relativement modeste. Cet essor des émissions de titres traduit d'évidence un plus fort intérêt des investisseurs pour le marché plus liquide des obligations libellées en euros, même si d'autres facteurs non directement liés à l'euro, comme la nécessité de financer des activités de fusion/acquisition en forte croissance et les achats de licences UMTS, ont également stimulé l'offre d'obligations d'entreprises privées et d'institutions financières.

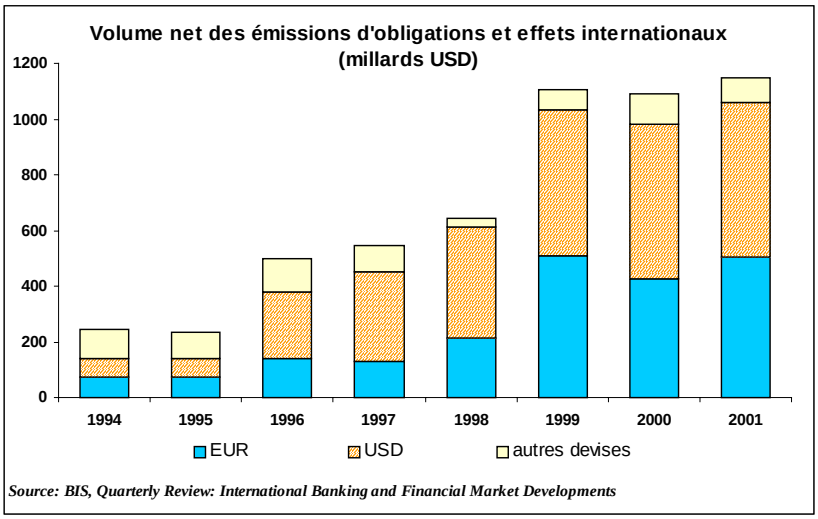
Malgré la diminution relative de leur part dans le volume total des émissions, les émissions d'obligations souveraines restent une source dominante de l'offre de titres sur le marché des obligations libellées en euros. En 2001, elles représentaient encore plus de 40 % du volume total des émissions en euros. L'homogénéité du marché des obligations d'État de la zone euro est illustrée de manière évidente par la forte convergence des rendements entre les États membres, un phénomène qui contraste fortement avec la situation qui prévalait encore récemment, au milieu des années 1990. Cette convergence des rendements peut être imputée à l'élimination du risque de change et à l'amélioration relative des situations budgétaires dans plusieurs États membres. La liquidité sur ce segment de marché reste toutefois fragmentée, dans la mesure où les obligations d'État sont émises par douze organismes distincts dont les besoins de financement, les émissions, les stratégies, les procédures et les instruments sont différents. Les primes de liquidité paraissent être devenues un déterminant majeur des

[21] Freddie Mac, organisme de prêt hypothécaire quasi public des États-Unis, a lancé un important programme d'émissions libellées en euros en septembre 2000. Celui-ci prévoit un volume trimestriel d'émission de 5 milliards d'euros en plusieurs échéances.

membres émettant les plus faibles volumes d'obligations, dont plusieurs devraient normalement bénéficier d'un risque de crédit faible en raison de leur situation budgétaire favorable. Il montre que, dans la plupart des pays, les écarts à dix ans par rapport à l'Allemagne se sont plutôt accrus entre 1998 et 2001. Le succès du Bund allemand à 10 ans s'explique aussi par le fait que ce titre est livrable sur le marché à terme Eurex, qui s'est taillé une place prédominante dans la zone euro. Si un marché dérivé est particulièrement dynamique, cela renforce en fin de compte la liquidité du titre sous-jacent.



En troisième lieu, du fait de la croissance du volume des émissions, l'euro est devenu la deuxième devise la plus importante pour les émissions d'obligations internationales. Le dollar américain et l'euro dominent aujourd'hui l'émission internationale et représentent plus de 90 % du total.[22]. Après avoir pratiquement fait jeu égal avec le dollar en 1999, la part de l'euro dans l'émission internationale a fortement régressé en 2000. En 2001, la part de l'euro représentait 44 % contre 48 % pour le dollar américain.



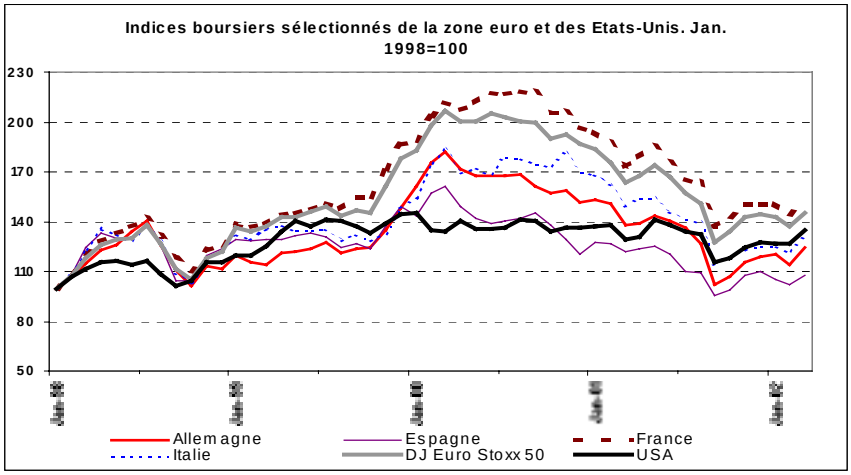
4.4 Marchés d'actions

En supprimant le risque de change, le passage à l'euro a stimulé la demande d'investissements transfrontaliers en actions. D'autres phénomènes ont contribué au développement des échanges transfrontaliers dans ce domaine, par exemple l'internationalisation croissante des émissions d'actions, la multiplication des fusions et des acquisitions transfrontalières et les regroupements de places boursières officielles.

[22] La base de données de la BRI sur les titres de créances internationaux couvre trois types d'instruments: les titres libellés dans une devise autre que celle du marché national sur lequel ils sont émis ("euro obligations"), les titres libellés dans la devise du marché sur lequel ils sont émis, mais pour lesquels l'émission est effectuée par des non-résidents (obligations étrangères du type "Yankee bonds" sur le marché américain) ainsi que les titres libellés dans la monnaie du marché sur lequel ils sont émis, dont l'émission est effectuée par des résidents mais réservée à des non-résidents (DRI, Quaterly Review, mars 2002).

Au-delà de ces transformations structurelles, on constate que l'intégration des marchés d'actions de l'UE s'est principalement exprimée par une corrélation sectorielle plus forte de l'évolution du cours des actions sur les divers marchés des États membres. Cela tendrait à indiquer une modification du comportement des investisseurs qui, après avoir privilégié les investissements à base nationale se tourneraient vers les investissements à base sectorielle, les divergences dans l'évolution des indices s'expliquant principalement par des différences dans leur composition. On a également assisté ces dernières années à un développement notable des instruments dérivés ayant des actions pour sous-jacent, ce qui a renforcé la liquidité des marchés primaires d'actions.

En favorisant les placements transfrontaliers en actions, le passage à l'euro a contribué à stimuler l'activité sur les marchés boursiers de l'UE spécialisés dans la nouvelle économie, lesquels se sont caractérisés ces dernières années par un comportement plutôt erratique, comme leurs homologues des États-Unis, en raison des hauts et des bas de la demande de valeurs TMT (technologie, médias et télécommunications).



Exposées à une concurrence croissante, notamment de la part des nombreux réseaux de négociation électroniques de création récente, les places boursières établies ont réagi par des stratégies de fusion/regroupement. Bien qu'il s'agisse d'un phénomène mondial plutôt que spécifiquement européen, l'Europe a été le terrain de plusieurs tentatives majeures de regroupement. La plus notable a été la création d'Euronext à la mi 2000, une fusion des bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris, rejointes en 2002 par la bourse de Lisbonne. Tous ces efforts de regroupement ne se sont cependant pas soldés par des succès, l'échec de la fusion entre la Deutsche Börse et le LSE (bourse de Londres) en est l'exemple le plus marquant.

Sous l'effet de la concentration progressive des places boursières, les infrastructures de post-négociation de l'UE connaissent elles aussi une lente transformation. Historiquement, les infrastructures européennes de négociation de titres se sont développées sur une base nationale et il existe donc, au niveau national, des structures efficaces de négociation qui disposent le plus souvent d'une intégration verticale des fonctions de négociation, compensation, règlement et conservation[23]. Ces structures à base nationale - qui n'offrent qu'un espace très limité à la négociation transfrontalière - ont pour l'essentiel survécu jusqu'à aujourd'hui. Ces multiples systèmes nationaux ont des pratiques de marchés qui leur sont propres et les valeurs mobilières y sont assujetties à des dispositions réglementaires, juridiques et fiscales qui sont différentes. Cette situation est à l'origine de coûts supplémentaires grevant la négociation transfrontalière de titres dans l'Union européenne, que ce soient des coûts directs – des prix plus élevés pour les services fournis – ou des coûts indirects tenant à la moindre efficience des mécanismes financiers utilisés, tels que les surcoûts au niveau du back-office lorsqu'il travaille avec plusieurs marchés. La consolidation limitée qui s'est opérée jusqu'à présent a principalement concerné les chambres de compensation, l'organisation générale des systèmes de

[23] Voir le rapport du groupe Giovannini intitulé “Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union”, *op. cit.*.

règlement de titres restant quant à elle pratiquement inchangée par rapport à la situation d'avant l'euro[24].

4.5 Capital risque

La part que représente le capital risque dans le financement global des entreprises est traditionnellement secondaire. Son importance réelle est toutefois largement supérieure à ce que laisse supposer cette part car le capital risque joue un rôle essentiel dans les premières étapes du cycle de vie d'une entreprise.

Dans la zone euro, en partie grâce à des initiatives communautaires comme le plan d'action sur le capital risque (PACR) d'avril 1998, le secteur du capital risque a connu un développement rapide au cours des années 90. Ces dernières années, le secteur a toutefois souffert du ralentissement économique et de l'effondrement du cours des actions des sociétés à fort potentiel de croissance sur les marchés boursiers courant 2000. Pour le marché du capital risque, cette correction peut cependant être interprétée comme une purge nécessaire et le secteur demeure structurellement sain. Une des évolutions notables sur ce marché a été la participation croissante des investisseurs institutionnels, en particulier les fonds de retraite.

Malgré le développement du secteur, la Commission a pu constater, lors de l'examen à mi parcours du PACR d'octobre 2000, que les marchés européens du capital risque demeuraient fragmentés - l'essentiel des investissements en actions du secteur privé s'effectuant toujours dans un cadre national - et que le fossé par rapport aux États-Unis s'était encore élargi sur la période 1998 - 2000. En 2001, l'investissement en capital risque de la zone euro était retombé à 8,8 milliards d'euros (0,13 % du PIB) contre 12,5 milliards d'euros en 2000. Avec l'éclatement de la bulle boursière autour des entreprises de haute technologie, le recul a été encore plus prononcé aux États-Unis: les investissements en capital risque n'étaient plus que de 39,9 milliards d'euros en 2001 (0,35 % du PIB) contre 95,1 milliards d'euros une année plus tôt.

Si les investissements en capital risque dans la zone euro s'effectuent principalement au niveau domestique, c'est en partie parce que les apporteurs de capitaux préfèrent être proches des sociétés dans lesquelles ils investissent en vue de conserver un certain contrôle sur leurs investissements. Toutefois, il est également possible que la forme actuelle de l'internationalisation des activités de gestion/investissement de capitaux privés s'explique en partie par les différences qui subsistent au niveau des structures réglementaires, fiscales et juridiques des pays de l'UE. Ainsi, les législations nationales autorisant (ou non) les fonds de retraite et les entreprises d'assurance à investir sous forme de prises de participation dans les entreprises privées sont encore différentes. Quant aux disparités dans les régimes nationaux d'imposition, elles ont aussi un impact sur les investissements en capital risque.

4.6 Intermédiaires financiers

L'impact de l'intégration financière ne s'est pas limité aux différents segments du marché financier: il est également perceptible au niveau des activités des intermédiaires financiers. Les banques européennes sont de plus en plus présentes dans l'offre de services financiers aux entreprises et aux particuliers étrangers. Le marché européen des services financiers aux entreprises est de plus en plus ouvert à la concurrence internationale. Dans certains secteurs, tels que les émissions d'actions et d'obligations ou les prêts consortiaux, les intermédiaires européens ont perdu du terrain face à leurs concurrents américains. L'introduction de l'euro a encore renforcé la concurrence entre intermédiaires

[24] C'est ainsi que les fonctions de compensation de trois des bourses qui ont rejoint Euronext (Amsterdam, Bruxelles et Paris) ont légalement fusionné depuis le début de 2001 pour donner naissance à Clearnet SBF, qui est devenue la contrepartie centrale pour toutes les transactions réalisées sur Euronext. Pour faciliter le transfert transfrontalier des titres, des connexions entre les systèmes de règlement de titres ont été établies. On constate cependant que ces connexions ont été moins sollicitées que ce qui était attendu. (BCE (2001) Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)).

financiers, car elle a accru la transparence des prix, réduit les recettes tirées des opérations de change, supprimé l'avantage concurrentiel dont jouissaient les acteurs domestiques du fait de l'existence des monnaies nationales et stimulé le développement de marchés de titres beaucoup plus larges et liquides, ce qui a renforcé les phénomènes de titrisation et de désintemédiation.

La réponse la plus visible des intermédiaires financiers à ces évolutions a consisté à opérer des regroupements par le biais de fusions et d'acquisitions ou d'échanges de participations croisées. Ces regroupements se sont accompagnés d'un processus de restructuration et d'une réorientation des activités délaissant le prêt bancaire "traditionnel" au profit d'activités du type "banque d'investissement". Cette réorientation des activités bancaires s'est faite au profit des activités d'intermédiation sur le marché financier: création et vente de nouveaux produits du marché des capitaux ou conseil à la clientèle sur le coût et l'organisation d'opérations de fusion ou d'acquisition. Il s'en est suivi une recomposition des revenus du secteur bancaire, avec une progression des revenus sous forme de frais et de commissions au détriment des revenus d'intérêts, et une moindre dépendance par rapport aux activités de dépôt du fait de la progression de l'émission de titres. Le déclin des activités de banque d'investissement en 2001 a néanmoins souligné la nécessité pour le secteur bancaire de l'UE d'accroître la rentabilité et l'efficacité des activités bancaires traditionnelles.

Les regroupements entre intermédiaires financiers se sont pour l'instant surtout effectués à l'intérieur des frontières nationales, ce qui a entraîné une nette augmentation de la concentration du secteur au niveau national, en particulier dans les États membres de petite taille. Cette tendance à la formation de conglomérats nationaux (regroupements transsectoriels par delà les frontières des secteurs financiers) est également sensible presque partout dans l'UE. Toutefois, les fusions et acquisitions transfrontalières n'ont pas été rares et semblent se multiplier. Du fait des différences notables dans les environnements juridiques et réglementaires nationaux (par exemple au niveau des législations de protection des consommateurs et des règles de concurrence), qui ne permettent pas actuellement d'offrir une gamme de produits véritablement paneuropéens, les économies d'échelle et de gamme susceptibles de résulter de fusions transfrontalières semblent être inférieures au potentiel offert par des fusions nationales. Certains facteurs culturels et les différences dans les structures de gouvernement d'entreprise tendent aussi à décourager les regroupements transfrontaliers. Dans ces conditions, les intermédiaires financiers peuvent préférer s'engager dans des fusions défensives au niveau national pour mieux se préparer à la concurrence paneuropéenne qui se renforcera lorsque l'intégration du système financier de l'UE sera plus avancée.

4.7 Les défis à venir pour les responsables des politiques

En réduisant fortement le risque de change au sein de l'UE et en précipitant les réformes, l'introduction de l'euro a été le principal facteur d'accélération de l'intégration. Même après cette introduction réussie, la réalisation du marché unique des services financiers - un objectif qui remonte au début des années 70 - n'est pas encore entièrement achevée et doit donc se poursuivre. Si l'intégration des marchés financiers se réalise dans une large mesure à l'initiative des marchés - sous l'impulsion d'établissements financiers tirant avantage des opportunités offertes par l'intégration des marchés financiers - il n'en reste pas moins que des mesures prises à l'initiative des pouvoirs publics demeurent indispensables dans un certain nombre de domaines.

Le soutien en faveur des politiques est allé croissant au fur et à mesure que les responsables politiques prenaient conscience des avantages économiques de l'intégration financière. Dans un marché intégré, les épargnants et les investisseurs bénéficient d'une gamme de choix plus étendue et de coûts de transactions plus faibles. Au niveau macroéconomique, cela se traduit par un plus grand dynamisme de l'épargne, de l'investissement, de la productivité et en fin de compte de la croissance économique. Ces effets ont récemment été analysés dans un rapport du CEF sur l'intégration financière qui a été remis au Conseil informel Ecofin d'Oviedo (13 et 14 avril 2002). Les Conseils européens successifs (le plus récent étant le Conseil européen de Barcelone en mars 2002) ont placé l'intégration des marchés financiers de l'UE au premier rang des priorités de réforme économique de l'UE.

Cette priorité s'est traduite par la définition d'une stratégie politique cohérente au niveau de l'UE et par le degré d'urgence qui a été attribué à sa mise en œuvre. En premier lieu - il s'agit de l'aspect le plus

important - l'UE s'est engagée, d'ici à 2005, à mettre intégralement en œuvre le plan d'action sur les services financiers (PASF) - un paquet de 42 initiatives visant à améliorer le fonctionnement du système financier de l'UE. Un délai encore plus court - 2003 - a été fixé pour les mesures concernant les marchés de valeurs mobilières et le plan d'action pour le capital-risque (PACR). Ce dernier constitue l'ébauche d'un marché intégré et efficace pour le financement du capital des entreprises jeunes et innovantes. En second lieu, la mise en œuvre du PASF doit s'effectuer de manière cohérente dans tous les États membres de façon à parvenir à une intégration effective - et pas simplement de façade - des marchés financiers nationaux. Le nouveau processus de décision qui a été retenu pour l'adoption des mesures législatives concernant les valeurs mobilières, sur la base des propositions du comité Lamfalussy[25], devrait contribuer à la réalisation de cet objectif et assurer une adaptation plus rapide de la législation aux évolutions des marchés financiers. En troisième lieu, la politique de concurrence devra accompagner l'intégration financière de manière particulièrement active, afin d'assurer que ses avantages économiques potentiels soient pleinement exploités. En quatrième lieu, il conviendra de garantir une protection adéquate des consommateurs et des investisseurs afin qu'ils puissent réaliser des transactions en toute confiance dans un marché unique s'étendant à l'ensemble de l'Union et qu'ils puissent en récolter tous les avantages.

[25] Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières. Ce comité a remis son rapport en février 2001. Pour faciliter et accélérer la mise en place d'un cadre réglementaire régissant les marchés de valeurs mobilières de l'UE, le comité a proposé une nouvelle approche à quatre niveaux de la législation:

- Niveau 1- adoption de principes cadres, proposés par la Commission au Conseil et au Parlement européen (codécision);
- Niveau 2 - adoption des mesures exécutoires préparées par la Commission avec l'assistance de deux nouveaux comités, le comité européen des valeurs mobilières et le comité des régulateurs européens des marchés de valeurs mobilières, le premier de ces comités ayant pour fonction de traiter les questions législatives détaillées selon une procédure accélérée pour assurer leur adoption rapide;
- Niveau 3 - transposition cohérente des législations de niveau 1 et de niveau 2 dans les législations nationales sur la base d'une coopération renforcée entre autorités nationales de régulation des marchés de valeurs mobilières;
- Niveau 4 - application renforcée de la législation par la Commission, avec le soutien des gouvernements des États membres, des autorités de régulation nationales et du secteur privé.

Le Parlement européen a approuvé cette approche le 5 février 2002.

5. L'EURO COMME MONNAIE INTERNATIONALE

5.1 Introduction

Une monnaie internationale remplit les fonctions classiques d'une monnaie à l'échelle internationale. Elle doit servir d'*unité de compte*, d'*instrument d'échange* et de *réserve de valeur*. Comme le montre le tableau ci-dessous, la manière dont une monnaie remplit ces fonctions diffère selon qu'il s'agit du secteur privé ou du secteur public; toutefois, en raison de son importance, le secteur privé joue un rôle déterminant dans l'internationalisation d'une monnaie.

Principales utilisations d'une monnaie internationale par le secteur privé et le secteur public

	Secteur privé	**Secteur public**
Unité de compte	Monnaie de facturation Monnaie de cotation	Monnaie d'ancrage ou de référence des régimes de change
Instrument d'échange	Monnaie de paiement Monnaie véhiculaire	Monnaie d'intervention
Réserve de valeur	Monnaie de financement Monnaie d'investissement	Monnaie de réserve

Le dollar reste encore la monnaie internationale dominante, mais l'euro est devenu la deuxième monnaie du monde après son lancement. L'utilisation de l'euro en tant que monnaie internationale est étayée par une série de facteurs. Le premier est l'importance économique de la zone euro. Cette zone représente approximativement 16 % du PIB mondial, ce qui la place légèrement derrière les États-Unis (21 %), mais bien avant le Japon (8 %). Les chiffres concernant la part des trois zones dans l'ensemble du commerce mondial de biens et de services sont similaires. Le deuxième facteur contribuant à l'attractivité de l'euro comme monnaie internationale est sa stabilité, qui reflète la bonne santé des fondamentaux économiques de la zone euro, à laquelle contribue le cadre de politiques économiques de l'UEM orienté vers la stabilité. Le troisième facteur est le processus d'intégration des marchés financiers nationaux en Europe, débouchant sur de vastes marchés financiers paneuropéens, profonds et liquides, qui renforceront le rôle de l'euro au niveau des activités internationales de prêt et d'emprunt.

Dans l'histoire du système monétaire international, il est arrivé que deux devises internationales se fassent concurrence (comme, par exemple, la livre sterling et le dollar des États-Unis durant l'entre-deux-guerres). L'internationalisation d'une monnaie étant déterminée par des effets d'échelle et de réseau, le dollar des États-Unis restera probablement la monnaie dominante. Quoi qu'il en soit, l'internationalisation de l'euro est un processus aiguillonné par le secteur privé.

5.2 L'utilisation internationale de l'euro par le secteur privé

L'utilisation internationale, par des opérateurs privés, d'une monnaie en tant qu'unité de compte se manifeste dans la *facturation* des opérations commerciales et financières et les *cotations* de marchandises. Bien que l'on dispose de peu de données sur la facturation, il semble bien que le dollar reste la monnaie dominante dans ce domaine. En 2000, avant l'introduction des pièces et des billets en euros, la part de l'euro dans la facturation des transactions internationales était estimée à 15-17 % du total. Maintenant que les pièces et les billets ont été introduits, le rôle de l'euro en tant que monnaie de facturation devrait progressivement s'accroître, surtout au niveau régional. Le recours croissant à l'euro

aux fins de facturation sera conforté par la tradition qui veut que les transactions internationales soient facturées dans la monnaie de l'exportateur ainsi que par l'importance de la zone euro dans le commerce mondial. Le dollar reste également la monnaie dominante pour les cotations de marchandises. Même si des contrats à terme sur marchandises, dont le prix est exprimé en euros, sont proposés en Europe, leur nombre reste limité pour l'instant.

L'utilisation internationale d'une monnaie comme instrument de paiement se traduit par le recours à cette monnaie en tant que *monnaie de paiement* et *monnaie véhiculaire* sur les marchés des changes. En ce qui concerne le rôle de l'euro comme monnaie de paiement, l'enquête trimestrielle réalisée par la Commission auprès des banques de la zone euro indique que la part de la monnaie unique dans les paiements internationaux effectués par des résidents de la zone euro s'est considérablement accrue avant le lancement de l'euro, passant de 24 % en volume (36 % en valeur) au troisième trimestre 2000 à près de 40 % (48 % en valeur) au troisième trimestre 2001. Avec l'introduction des pièces et des billets et la conversion de tous les comptes restants de la zone euro, il ne fait aucun doute que la part de l'euro dans les paiements internationaux continuera à croître.

L'utilisation d'une monnaie comme monnaie véhiculaire (c'est-à-dire comme moyen d'échanger deux autres devises) sur les marchés des changes est une fonction essentielle, qui détermine dans une large mesure l'attrait de la monnaie et sa capacité à remplir les autres fonctions d'une devise internationale (par exemple, celle de réserve). Toutefois, il s'agit également d'une fonction pour laquelle l'inertie est très forte, car l'usage d'une seule monnaie véhiculaire engendre des économies d'échelle. Au niveau mondial, le dollar américain reste la monnaie véhiculaire dominante, car il bénéficie de marchés interbancaires directs avec toutes les autres devises. Si l'on en croit les informations disponibles, l'euro ne joue pas un rôle très important en tant que monnaie véhiculaire sur la scène mondiale, mais a hérité de la fonction de monnaie véhiculaire du mark allemand au niveau régional. Cependant, l'introduction de l'euro a eu un impact sur la composition monétaire de l'activité de change, puisqu'elle a éliminé les transactions à l'intérieur de la zone euro (voir encadré ci-dessous). Selon l'enquête triennale sur l'activité de change publiée par la BRI en octobre 2001, l'euro intervenait dans 38 % de l'ensemble des opérations de change en avril 2001, ce qui est supérieur à la part du mark allemand en 1998 (30 %), mais bien en deçà de la part combinée de toutes les anciennes devises (53 %) cette même année.

L'utilisation, par le secteur privé, d'une monnaie comme *monnaie de financement* ou *monnaie d'investissement* reflète la fonction de cette monnaie en tant que réserve de valeur internationale. Une analyse publiée par la BCE en septembre 2001 sur l'usage international de l'euro montre que la monnaie unique est désormais la deuxième devise de financement la plus employée, puisqu'elle représente de 22 % à 34 % des transactions, en fonction de l'instrument financier et de la méthode de mesure. Si l'on se fonde sur la mesure "restreinte", qui concerne uniquement les émissions par les non-résidents, les monnaies ayant précédé l'euro représentaient en moyenne 19 % des émissions d'obligations et d'effets au cours de la période 1994-1998. En 1999, la part de l'euro s'est accrue pour atteindre 34 % en moyenne, peut-être en raison de la volonté des principaux émetteurs d'assurer leur présence au niveau de la nouvelle monnaie. Toutefois, ce résultat s'explique aussi par la baisse historique des taux d'intérêt en euros, qui ont rendu les emprunts en euros plus attrayants pour les sociétés étrangères. Bien que les émissions de titres de non-résidents libellées en euros soient restées dynamiques, la part de l'euro a quelque peu fluctué depuis le plafond enregistré en 1999, mais s'est maintenue à un niveau élevé. Si l'on tient compte de la mesure "large", qui inclut les émissions effectuées par les résidents de la zone euro et destinées au marché financier international, l'euro occupe une place plus importante dans les émissions internationales d'obligations et d'effets (38 % en moyenne en 2000), en raison de la part nettement plus faible des émissions internationales de titres de dette libellées en yens. Les émissions en euros ont également considérablement augmenté sur le marché monétaire international, ce qui peut s'expliquer par l'accroissement effectif et prévu de liquidités résultant de la création d'un marché monétaire intégré en euro.

L'euro est enfin la deuxième monnaie d'investissement la plus utilisée à l'échelle internationale, même s'il est moins facile d'obtenir des informations sur les avoirs que sur les engagements. L'analyse de la BCE montre que l'euro représente de 22 % à 32 % des investissements internationaux, en fonction des avoirs considérés. Cette part est la plus élevée pour les contrats de capitalisation et la plus faible pour les avoirs bancaires internationaux.

Encadré: L'impact de l'euro sur les marchés des changes

Selon les chiffres de la BRI, le chiffre d'affaires quotidien moyen sur les marchés des changes classiques (c'est-à-dire, les marchés pour les opérations au comptant, les opérations à terme et les opérations swap en devises) a diminué de 19 % entre 1998 et 2001. Cette baisse est en grande partie imputable à l'introduction de l'euro, qui a éliminé les transactions entre les anciennes monnaies (les autres facteurs étant la consolidation du secteur bancaire et du secteur des entreprises et l'importance grandissante du courtage électronique). Les transactions entre les anciennes monnaies avaient commencé à régresser bien avant le lancement de la troisième phase de l'UEM. Entre 1995 et 1998, les opérations entre les devises du SME ont diminué de quelque 5 % en termes de chiffre d'affaires global. L'introduction de l'euro le 1er janvier 1999 a entraîné une réduction supplémentaire de 6 % du chiffre d'affaires total.

La baisse du chiffre d'affaires n'a pas été compensée par une augmentation du nombre d'opérations en euros par rapport aux anciennes monnaies (voir corps du texte). La BRI indique néanmoins que la paire dollar/euro était de loin la plus échangée en 2001, représentant quelque 30 % du chiffre d'affaires global. L'introduction de l'euro a tout d'abord provoqué une chute des volumes des marchés, tant sur les marchés au comptant que sur les marchés à terme. Sur le marché à terme, les volumes des transactions en euros ont diminué de 40 % par rapport aux volumes des transactions impliquant les anciennes monnaies. On constate cependant une certaine reprise depuis lors. Par conséquent, la réduction globale des volumes par rapport à la période précédant le lancement de l'euro s'élève désormais à 25 % environ.

5.3 L'utilisation internationale de l'euro par le secteur public

L'usage international d'une monnaie par le secteur public est peut-être le plus manifeste dans la fonction d'unité de compte de la monnaie. L'euro est largement utilisé comme *monnaie d'ancrage* ou *de référence* dans les régimes de change des pays tiers. Plus de 50 pays disposent d'un régime de change à flottement dirigé avec une référence à l'euro, soit seul, soit en association avec d'autres monnaies. Les régimes adoptés par les pays tiers sont très divers, allant des régimes de caisse d'émission à des régimes de change à flottement dirigé. Géographiquement, ces pays se situent essentiellement en Europe et en Afrique. Les principaux facteurs motivant le choix de l'euro comme monnaie d'ancrage ou de référence par des tiers sont les nombreux liens commerciaux, financiers et d'assistance qui unissent ces pays à l'économie de la zone euro et, pour certains d'entre eux, le processus d'adhésion à l'UE (voir ci-dessous).

Une devise internationale peut servir d'instrument de paiement au secteur public, par exemple, aux fins d'*intervention officielle* sur les marchés des changes. L'utilisation du dollar en tant que monnaie d'intervention prédomine, mais n'est pas exclusive au niveau mondial. La capacité du dollar à servir de monnaie d'intervention reflète sa liquidité sur les marchés des changes. Néanmoins, l'euro est utilisé comme monnaie d'intervention par plusieurs pays tiers au niveau régional, cet usage étant étroitement lié à son rôle de monnaie d'ancrage. La plupart des interventions libellées en euros s'effectuent évidemment dans le cadre du nouveau mécanisme de change (MTC II), où les États membres de l'UE faisant l'objet d'une dérogation (la Grèce jusqu'à fin 2000 et uniquement le Danemark à l'heure actuelle) lient à leurs monnaies à l'euro.

Enfin, l'utilisation par le secteur public d'une devise internationale comme réserve de valeur se manifeste dans les *réserves en devises*. Les données du dernier rapport annuel du FMI montrent que le dollar des États-Unis reste la monnaie de réserve dominante. Fin 2000, le dollar représentait 68 % des réserves en devises. L'euro occupe la deuxième place, avec 13 % des réserves de change. La part de l'euro est restée presque inchangée depuis 1999. Si l'on corrige les données pour ne tenir compte que des anciennes monnaies détenues en dehors de la zone euro, le rapport annuel du FMI indique que la part cumulée de ces monnaies dans les réserves internationales totales en 1998 était pratiquement identique à la part de l'euro en 1999 et en 2000.

5.4 Les pays candidats et l'adoption de l'euro

Le traité de l'UE définit une voie institutionnelle claire et unique pour l'adoption de l'euro par les pays candidats. Lors de l'adhésion, les nouveaux États membres participeront à l'UEM avec le statut d'États membres faisant l'objet d'une dérogation pour ce qui est de l'adoption de la monnaie unique. Ce statut figurera dans les traités d'adhésion. Les nouveaux États membres devront considérer leurs politiques de change comme une question d'intérêt commun et devraient rejoindre le MTC II tôt ou tard après l'adhésion. Ensuite, pour l'adoption de l'euro, le traité exige que les nouveaux États membres atteignent un degré élevé de convergence durable. Le principe d'égalité de traitement sera pleinement appliqué aux pays candidats. Cette voie exclut la possibilité d'adopter l'euro soit immédiatement après l'adhésion, soit avant l'adhésion, processus parfois qualifié d'*euroisation*.

Quelles sont les implications pour les politiques économiques des pays candidats? Le message clé est le suivant: même dans les pays les plus avancés sur la voie de la transition, le programme de réformes lié à l'adhésion doit avoir la priorité sur les mesures politiques motivées par la participation future à l'UEM. Le respect des critères de Copenhague prime sur le respect des critères de convergence nominale et, partant, la participation à l'UEM, pour deux raisons au moins: la première est que les pays candidats doivent progresser en termes de convergence réelle et structurelle avant de s'attaquer aux critères de convergence nominale, même si les deux processus peuvent être complémentaires. La deuxième raison est que seuls les pays possédant une économie de marché viable, à même de faire face à la pression concurrentielle, peuvent faire l'objet d'une évaluation au regard des critères de convergence nominale. En d'autres termes, les critères de convergence doivent être appliqués à des "économies comparables".

Après l'adhésion, le MTC II, qui est assez souple, pourra intégrer différents régimes, à condition que les engagements et les objectifs des pays soient plausibles et conformes à ceux du mécanisme. Les seules incompatibilités claires vis-à-vis du MTC II qui peuvent être identifiées à ce stade sont les taux de change à flottement pur, les parités à crémaillère et l'adoption de monnaies d'ancrage autres que l'euro. Pour les pays qui souhaiteraient adopter une plus grande fixité par rapport à l'euro, au sein du MTC II, il sera possible, au cas par cas, de maintenir un régime de caisse d'émission fondé sur l'euro jusqu'à l'adoption de la monnaie unique. Néanmoins, les demandes d'adhésion au MTC II des pays possédant un régime de caisse d'émission devront être examinées à la lumière de la procédure commune définie dans la résolution relative au MTC II et le taux pivot/taux de conversion devra être convenu au niveau multilatéral. Cela signifie que certains des pays qui pourraient gérer de façon satisfaisante un régime de caisse d'émission avec l'euro ne devraient pas nécessairement passer par un "double changement de régime" (adopter une plus grande flexibilité avant de revenir à une parité plus stricte, puis fixer irrévocablement les taux de change).

D'une façon générale, les pays candidats devront concilier leurs ambitions en termes de stabilité du taux de change et de réduction de l'inflation dans la perspective de l'adhésion ainsi que de participation au MTC II.

5.5 La contribution de la zone euro à la coordination mondiale des politiques

Les politiques monétaire et de taux de change uniques, associés à une coordination plus étroite des politiques sur les plans budgétaire et structurel, ont des incidences significatives sur les relations économiques de la zone euro avec le reste du monde. Les politiques monétaire et de change relèvent désormais de la compétence exclusive de la Communauté, les marchés financiers en Europe sont de plus en plus intégrés et l'orientation globale des politiques économiques de la zone euro est ce qui compte pour le reste du monde lorsque l'on se penche sur les problèmes économiques et budgétaires internationaux.

Les institutions internationales chargées de la surveillance multilatérale, telles que le FMI ou l'OCDE, ont commencé à reconnaître les implications des changements en cours en évaluant de manière régulière l'orientation macroéconomique générale de la zone euro. Cette évolution se reflète également dans les déclarations des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G7 qui ne font plus état de l'évolution et des perspectives macroéconomiques d'États membres spécifiques de la zone euro, mais de la situation globale de cette zone.

Coordination interne sur les positions extérieures

Le traité de Maastricht définit des procédures – parfois sous une forme très condensée – permettant à la Communauté de traiter des aspects (institutionnels) internationaux de l'UEM. La plupart figurent à l'article 111 (ex-article 109). Bien que cet article soit un article de procédure et constitue clairement un compromis entre différents points de vue, il indique que la politique de taux de change (à savoir les accords formels sur un système de taux de change et les orientations générales de politique de change) relève du Conseil (seuls les pays "in" étant habilités à voter). L'article précise également la procédure à suivre par la Communauté pour décider de sa position à l'échelle internationale sur les "questions qui revêtent un intérêt particulier pour l'Union économique et monétaire". Selon le même article, c'est le Conseil qui décide, à l'unanimité et sur proposition de la Commission, de la représentation de la Communauté au niveau international, dans le respect de la répartition des compétences prévues aux articles 99 et 105. L'on espérait donc qu'avec le lancement de la troisième phase de l'UEM, l'Europe jouerait un rôle en rapport avec son poids économique dans le système financier et monétaire international.

Depuis 1999, des dispositions pratiques ont été élaborées pour la coordination interne des positions extérieures. En particulier, l'Eurogroupe/Ecofin se sont attachés à définir des positions et des accords communs. Les positions communes concernent un large éventail de thèmes, dont l'architecture financière internationale, le financement du développement et la situation économique dans le monde ou dans différents pays clés. Elles étayent les interventions des administrateurs européens au sein du conseil d'administration du FMI et guident la présidence, ainsi que d'autres représentants européens, lors de rencontres internationales telles que les réunions du Comité monétaire et financier international (CMFI), les réunions du G7 ou les consultations entre l'OCDE/EDRC et la zone euro.

Tandis que des progrès substantiels ont été accomplis, divers défis subsistent: par exemple, comment s'assurer que l'accord conclu entre Européens sur les principes est mis en œuvre dans la pratique? Cela supposerait, par exemple, de veiller à ce que les positions communes européennes sur la participation nécessaire du secteur privé soient appliquées à des cas spécifiques de résolution de crises. En outre, les positions communes doivent évoluer et être adaptées en s'inspirant des enseignements tirés de nouvelles expériences et/ou du dialogue avec nos partenaires internationaux. Il est également possible d'accroître le nombre de questions susceptibles de faire l'objet d'une position commune afin de permettre à l'Europe de jouer un rôle plus volontariste et plus cohérent dans le système monétaire et financier international. Enfin, les positions communes européennes arrêtées doivent être communiquées de façon constructive aux interlocuteurs concernés.

Représentation extérieure de la zone euro

Ces défis sont étroitement liés à la question de la représentation extérieure. Différents Conseils européens (en particulier ceux de Luxembourg et de Vienne) se sont penchés sur la question de la coopération économique internationale et de la représentation extérieure, mais aucune décision n'a encore été prise par le Conseil pour fournir une base juridique au cadre qui en résulte. De plus, les conclusions du Conseil européen ne traitent que de la représentation de la Communauté dans certains forums internationaux. S'agissant du FMI, les conclusions du Conseil de Vienne indiquent: *"La BCE, en tant qu'organe communautaire compétent pour la politique monétaire, devrait se voir accorder le statut d'observateur au conseil d'administration du FMI. Les points de vues de la Communauté européenne/de l'UEM sur d'autres questions revêtant une importance particulière pour l'UEM seraient présentés au conseil d'administration du FMI par le membre compétent du bureau de l'administrateur de l'État membre exerçant la présidence euro, assisté par un représentant de la Commission".*

Pour le G7, les conclusions de la présidence du Conseil européen de Vienne précisent: *"Le Conseil européen souscrit au rapport du Conseil sur la représentation extérieure de la Communauté, qui prévoit que le président du Conseil "Questions économiques et financières" ou, si la présidence est assurée par un État membre qui ne participe pas à la zone euro, le président du groupe "Euro 11", assisté de la Commission, participe aux réunions du G7 (finances)". À l'annexe II des conclusions, il est indiqué que "le président de la BCE participe aux réunions du [G7] pour les discussions qui concernent l'UEM, par exemple, la surveillance multilatérale et les questions de taux de change, ainsi que pour l'approbation des parties pertinentes de la déclaration publiée".*

De facto, les conclusions du Conseil européen n'ont été mises en œuvre que partiellement. Pour l'heure, le président d'Eurogroupe et le président de la BCE peuvent uniquement assister aux réunions des ministres des finances et des gouverneurs des banques centrales du G7 consacrées à la surveillance multilatérale et aux questions de taux de change. La participation de la Commission n'est pas non plus pleinement conforme aux dispositions évoquées.

Les changements institutionnels au sein du FMI ont été limités. La BCE a obtenu le statut d'observateur au conseil d'administration du FMI et peut participer aux réunions consacrées aux questions qui présentent un intérêt particulier pour la zone euro.

Plusieurs facteurs viennent entraver les efforts visant à garantir une représentation européenne appropriée et la possibilité pour l'Europe de parler d'une seule voix. Il s'agit notamment de la présence, au sein de groupes du FMI, de pays européens aux côtés de pays non membres de l'UE, voire l'intégration de certains États membres de l'UE dans des groupes dirigés par des pays tiers à l'UE. En outre, l'appartenance au FMI repose sur le concept de "pays".

En conclusion, le projet d'UEM est encore en gestation vis-à-vis de l'extérieur. Sur certaines questions internationales importantes, l'UEM a donné une impulsion à un processus décisionnel européen commun. La Communauté peut ainsi commencer à jouer un rôle international à la hauteur de son poids économique et financier. Cette évolution doit être complétée par de nouveaux progrès sur le plan de la représentation. Les dispositions ad hoc qui ont été adoptées au début de la troisième phase de l'UEM se sont avérées utiles, mais ne répondent que partiellement aux attentes d'une présence européenne unifiée et forte sur la scène internationale. En raison de la nature informelle des dispositions, de leur manque de formalisation, du manque de continuité qui y est associé et des contraintes inhérentes à la coordination informelle, elles ne permettent pas à la Communauté d'influer pleinement sur les discussions internationales.

Une représentation appropriée de la zone euro au sein des organisations internationales permettrait d'améliorer sensiblement la coopération multilatérale dans un monde financier qui semble évoluer vers un système à trois devises. La difficulté de garantir une représentation et une participation adéquates de la zone euro dans le processus décisionnel international constitue donc une question importante pour les non-Européens également, comme en témoignent les pressions exercées par d'autres économies de marché industrialisées et émergentes en vue de rationaliser la représentation de l'UE. Aborder cette question est un défi capital pour les responsables politiques de l'UE: il convient en effet de s'assurer que l'UE sert efficacement ses propres intérêts sur la scène internationale.