La crise de l'Euro et les voies d'approfondissement de l'Union Monétaire

Par Alexandre Girard[1]

Résumé

Cet article introduit les thématiques couvertes dans ce numéro spécial de la revue Reflets et Perspectives sur la crise de l'Euro et les voies d'approfondissement de l'union monétaire. Après un bref rappel des théories qui sous-tendent la fondation de l'Euro, nous présenterons une grille de lecture des différents articles et les pistes envisagées pour réfléchir au renforcement de l'union économique et monétaire à l'aube du vingtième anniversaire de l'Euro.

Abstract

This brief article introduces the topics covered in this special issue of "Reflets et Perspectives" entitled "the Euro crisis and the deepening of the monetary union". After reviewing the principles underlying the introduction of the Euro, we present a quick review of the different articles and the avenues for strengthening the economic and monetary union on the eve of the twentieth anniversary of the Euro.

Mots clefs : Union monétaire, crise de l'euro, union des marchés de capitaux
Codes JEL : F45, E02, F33

[1] Alexandre Girard est Professeur de Finance à l'UCLouvain – Saint-Louis – Bruxelles et chercheur au CEREC (www.alexandregirard.eu).

Après une année 2018 qui marque l'anniversaire des dix ans de la chute de Lehman Brothers et les vingt ans de la fondation de la Banque Centrale Européenne, l'année 2019 sera l'année d'un nouvel anniversaire pour la monnaie unique européenne qui célèbrera ses vingt ans le premier janvier. Ce sera l'occasion de dresser un bilan des années écoulées mais également de prendre date et de réfléchir à l'amélioration des règles de fonctionnement de l'union pour poser les jalons de son renforcement.

Toutefois, si l'anniversaire de la décennie précédente fut l'occasion de saluer la convergence des économies européennes, la faiblesse de l'inflation et des taux d'intérêt, l'année 2019 reviendra sur une décennie plus difficile pendant laquelle la question même de l'existence ou de l'appartenance à la monnaie commune fut posée. Cette remise en cause, que l'on appelle la crise de l'Euro, s'est traduite par une montée de l'Euro-sceptiscisme et des populismes, et s'est accompagnée d'une perte de confiance des citoyens dans les institutions européennes.

Les critiques émises sont loin d'être infondées tant la crise des Subprimes et celle des dettes souveraines qui ont suivi ont montré les fragilités et les limites d'une union monétaire imparfaite. En effet, à peine quelques heures après la faillite de Lehman Brothers, le marché interbancaire en euro fut gelé et on a pu constater lors des mois suivants que les réponses aux difficultés des banques furent principalement nationales. La crise s'est accompagnée d'une forte fragmentation des marchés financiers à travers l'union, avec des pays considérés comme sans risques où il était bon d'investir, tandis que d'autres se retrouvaient à la limite du défaut de paiement sans aucune marge de manœuvre. Ainsi, plutôt que de souligner l'unité de la zone euro et sa convergence, le choc exogène qu'a représenté la crise des Subprimes a mis en lumière une réaction asymétrique des économies européennes symbolisée par une divergence des taux de croissance du PIB. Si la zone euro avait été une zone monétaire optimale au sens de Mundell, c'est-à-dire une zone caractérisée par une synchronisation des cycles économiques associée à une liberté de mouvements des capitaux et des travailleurs, la réaction rapide de la politique monétaire unique aurait permis de faire face promptement à un tel choc exogène.

En réalité, malgré l'intervention rapide de la Banque Centrale Européenne, la crise des Subprimes et de la dette souveraine ont menacé la stabilité de l'union. La réaction asymétrique au choc des différents pays de la zone a mis en exergue l'absence de coordination et de mécanismes de transferts. Ainsi, la fragmentation des marchés de capitaux, l'absence de mécanisme unique de résolution des crises bancaires, la relative faiblesse de la mobilité des travailleurs et l'absence de politique de coordination budgétaire se sont révélées au grand jour comme des fragilités consubstantielles de l'union économique et monétaire européenne.
Si une partie de ces déficiences ont été corrigées progressivement par l'édification de règlementations et d'outils communs (mécanisme européen de stabilité financière, union bancaire, etc.), il reste encore un long chemin à parcourir avant de pouvoir disposer d'un ensemble de mécanismes visant à limiter l'impact d'une crise similaire et à faire tendre l'union vers une zone optimale.

Toutefois, cette sombre présentation des faiblesses de l'union économique et monétaire doit être nuancée par un élément fondamental : l'Euro a tenu bon et aucun pays membre

à ce jour n'a fait le choix de renoncer à son utilisation. Cela signifie qu'au-delà de l'ensemble des fragilités que nous avons pointées plus haut, l'Euro conserve la confiance des citoyens et de ses représentants. La monnaie unique a donc été capable de surmonter la crise la plus importante depuis sa création.

Sans optimisme ni naïveté, les auteurs de ce numéro spécial de « Reflets et perspectives » nous présentent un état des lieux de l'union monétaire et insistent sur les défis auxquels celle-ci doit faire face pour renforcer sa solidité et conserver la confiance des 340 millions de citoyens qui la compose.

Le premier article de ce numéro, rédigé par Alban Versailles et Virginie Van Ingelgom s'intéresse précisément au sujet de la confiance des citoyens dans la monnaie unique et étudie son évolution et ses déterminants. En s'appuyant sur les eurobaromètres, des sondages réalisés simultanément dans tous les pays de l'union pour évaluer la perception des institutions européennes par les citoyens, les auteurs montrent que le soutien net envers la monnaie unique est toujours resté positif. Les crises des Subprimes et des dettes souveraines n'ont eu que peu d'impact sur le niveau de satisfaction globale par rapport à l'Euro au sein de la zone euro. La situation est toutefois contrastée lorsque l'on analyse la dynamique pays par pays avec une augmentation de l'insatisfaction dans certains pays (Belgique, Finlande, Irlande et Italie) tandis que les autres voient la satisfaction renforcée. En sus de cette analyse statistique, les auteurs montrent, via une analyse empirique, que les déterminants justifiant l'attachement des citoyens à leur monnaie unique sont fonction de trois types de facteurs : (1) les facteurs utilitaristes liés à l'utilité des institutions européennes pour les citoyens, (2) les facteurs identitaires, associés à la capacité des individus à considérer leur identité nationale comme inclusive ou exclusive de l'union et enfin (3) les facteurs des proxies qui consistent à utiliser des référentiels nationaux pour évaluer son niveau de satisfaction par rapport aux institutions européennes.

Dans le second article de ce numéro, Alain Durré détaille les fragilités intrinsèques de la zone euro à la lumière de la théorie des zones monétaires optimales. Il montre que la divergence entre les économies européennes s'est aggravée à la suite des crises récentes du fait du lien particulier entre les crises bancaires et les crises des dettes souveraines. Seule l'intervention rapide de la Banque Centrale Européenne, à travers la modification de la structure et de la taille de son bilan, a permis de mettre fin au cercle vicieux entre fragilité des banques et faillite des Etats. Toutefois, ce sauvetage ne permet pas de renforcer la convergence des économies de la zone euro et l'auteur insiste sur la nécessité de mettre en place des mécanismes institutionnels judicieux pour réduire l'hétérogénéité au sein de l'union monétaire.

Dans le troisième article, Patrick Artus dresse un bilan critique de la monnaie unique au regard de trois critères : l'augmentation des échanges commerciaux, la capacité à mobiliser de l'épargne pour financer des investissements efficaces quels que soient leur localisation au sein de l'union et enfin la mise en place de mécanismes visant à réduire l'hétérogénéité des économies de l'union. Globalement, sur la base de ces éléments, le bilan de l'euro est assez négatif. L'auteur fait donc valoir une série de mesures indispensables pour tenter de corriger ces défaillances.

Eric Dor, dans le quatrième article de cette revue, rappelle également les failles de l'union économique et monétaire mises en lumière par les crises des Subprimes et des dettes souveraines. Il retrace les grandes étapes de ces crises qui ont conduit à la fragmentation financière de la zone euro et insiste sur les divergences politiques qui nuisent à l'élaboration de solutions pérennes pour renforcer l'intégration économique et monétaire.

Dans le cinquième article, Marco Butti et Olivier Guersent soulignent l'importance des mesures prises dans l'urgence par les différentes institutions européennes pour restaurer l'intégrité de la zone Euro. Puis, après avoir dépeint les fragilités de la zone, les auteurs élaborent une feuille de route visant à approfondir l'union économique et monétaire dans quatre dimensions complémentaires. La première dimension vise à renforcer l'union financière pour limiter la fragmentation des marchés financiers et ainsi briser le cercle vicieux entre fragilité des banques et faillites des Etats. La deuxième dimension a pour objectif de renforcer les mécanismes de stabilisation fiscaux pour faciliter la résistance des économies européennes face aux chocs exogènes et limiter les problèmes de hasard moral. La troisième dimension s'intéresse à la convergence des économies de la zone euro, tandis que la dernière se focalise sur l'amélioration de la gouvernance et des mécanismes de décision institutionnels.

L'article d'Alexandre Girard et de Matthieu Picault s'intéresse plus spécifiquement à l'évolution de la communication des banques centrales suite aux crises de l'euro et des Subprimes. Les crises successives ont renforcé le rôle majeur de la Banque Centrale Européenne dans la garantie de l'intégrité de la monnaie unique. Cependant, le principal outil de la BCE (i.e. la modification des taux directeur) s'est avéré inopérant lorsque les taux se sont approchés de zéro. Ainsi, les crises ont modifié la place de la communication des banques centrales dans la boîte à outils des institutions monétaires. Après avoir détaillé les justifications théoriques de l'utilisation de la communication des banques centrales comme un outil de politique monétaire, cet article présente l'évolution de la communication de la Banque Centrale Européenne suite à la crise pour s'attacher enfin à mettre en lumière les enjeux et les défis de cette transformation pour les années à venir.

Enfin, l'article de Renaud Beaupain et Yann Braouezec se concentre sur les indices qui retracent l'évolution du marché monétaire interbancaire et montre comment la mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque Centrale Européenne et de la Réserve Fédérale via les corridors a affecté leurs dynamiques. Les auteurs plaident également pour que les nouveaux indices de référence du marché monétaire soient davantage représentatifs des transactions plutôt que liés aux sondages auprès des opérateurs de marché, comme c'est actuellement le cas avec l'EONIA ou les EURIBOR.