



# Banque de France

Lettre au Président de la République

2019

Les acquis et les défis de l'euro,  
20 ans après sa création





## Synthèse

En ce début 2019, l'euro fête ses 20 ans. Depuis l'origine, il est une formidable ambition politique et économique. Ses acquis sont décisifs ; ses défis le sont presque autant : le bilan du passé doit donc orienter l'action à venir.

L'euro a délivré ses deux promesses fondatrices : la **stabilité des prix** avec une inflation moyenne de 1,7 % par an en Europe, près de trois fois moindre que dans les vingt années précédentes, et la **stabilité des changes**, essentielle pour les entreprises au sein du marché unique européen. Il a ainsi gagné la confiance forte des 340 millions d'Européens : cette confiance est le plus grand acquis et la plus grande obligation d'un Eurosysteme de banques centrales efficace, décentralisé et indépendant.

La France et les Français y ont gagné en outre une forte baisse de leurs coûts de financement. À l'heure où le pouvoir d'achat est au centre de nos débats, il faut mesurer nos progrès dans quelques chiffres : une inflation beaucoup plus faible, à 1,4 % par an en moyenne depuis 1999 ; des prix également mieux maîtrisés sur les produits les plus courants, dont la fameuse baguette de pain à + 1,6 % seulement par an en moyenne ; et en conséquence un pouvoir d'achat par habitant ayant crû au total de 20 % depuis 1999, nettement plus que dans le reste de la zone euro. Les perceptions ne sont certes pas toujours celles-ci, y compris parce que ces moyennes ne distinguent pas la situation individuelle de chacun. Mais une thèse opposée critique les facilités excessives qu'aurait apportées l'euro à notre pays, en relâchant l'effort de compétitivité salariale et en favorisant les déficits publics par les taux bas. L'exemple même de nos voisins montre pourtant que la clé est ici dans nos choix nationaux, plutôt que dans notre monnaie partagée.

Ces succès de l'euro n'appellent pour autant aucune complaisance, mais bien plutôt une mobilisation

poursuivie pour affronter trois défis. **Renforcer la solidité** tout d'abord : les crises financières de 2007-2009 puis de 2011-2012 ont nécessité une politique monétaire très accommodante. Celle-ci a été efficace, avec près de 2 % de croissance et d'inflation additionnelles estimées en Europe entre 2016 et 2020, et a contribué aux dix millions d'emplois créés depuis 2013. Mais cette politique « non conventionnelle » doit être progressivement adaptée, en fonction de la durée de l'actuel ralentissement économique. La zone euro n'a pas non plus achevé l'Union bancaire initiée après la crise, et devrait avoir plus de banques « paneuropéennes » transfrontières.

Pour **mieux répartir la prospérité** ensuite, la zone euro doit amplifier sa croissance mais tout autant sa convergence. La croissance par habitant et l'emploi ont augmenté presque autant qu'aux États-Unis depuis vingt ans, mais la convergence Nord-Sud, et avec elle la confiance mutuelle, ont régressé depuis la crise. Les réponses passent par la ténacité des réformes nationales – y compris dans notre pays –, l'utilisation des marges budgétaires là où elles existent, mais aussi le renforcement, enfin, de l'Union économique. Ici, le meilleur partage de son excédent d'épargne – 340 milliards d'euros mobilisables pour financer l'investissement et l'innovation en Europe – serait aussi décisif que les mécanismes publics en cours de discussion.

Le troisième défi est **d'affirmer une souveraineté, via le rôle international de l'euro**. Il est plus nouveau, pour des raisons géopolitiques évidentes, mais aussi économiques, de meilleure protection de nos entreprises. Mais il doit illustrer plus largement une ambition : plutôt que de céder à l'attentisme avant une prochaine crise, nous devons aujourd'hui consolider tous les acquis de l'euro, et optimiser son potentiel au bénéfice de l'ensemble des Européens.

Cette « Lettre » est traditionnellement l’occasion de revenir sur les grands défis du moment, et de formuler des recommandations de politique économique. Contrairement aux années précédentes, elle est pour cette édition 2019 centrée sur un thème spécifique mais au cœur des responsabilités de la Banque de France : l’euro, dont l’Europe vient de célébrer les vingt ans. Il est la monnaie unique de l’économie européenne depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, même si l’introduction des pièces et des billets pour les particuliers n’a eu lieu que début 2002.

Voulu dès l’origine par les dirigeants et les démocraties de l’Europe, l’euro est une formidable ambition économique et politique. Il est aussi au cœur de débats récurrents, qu’il s’agisse du pouvoir d’achat en France, de sa capacité à stabiliser l’Europe, et à la renforcer face aux tensions dans le monde. Vingt ans après sa création, il nous paraît donc essentiel de tirer un bilan étayé des acquis de l’euro, mais aussi d’affronter les défis qui demeurent pour consolider ce succès.

## I. Mesurer les acquis de l’euro

Il est deux façons d’apprécier les acquis de la monnaie unique : *pour la zone euro dans son ensemble*, les deux objectifs fondateurs (stabilité des prix et stabilité des changes) ont été atteints, ce qui fonde une adhésion forte des Européens à leur monnaie partagée. *Pour la France et les Français* ensuite, ces effets bénéfiques partagés s’accompagnent légitimement de débats plus spécifiques.

### 1.1 Les acquis pour la zone euro, au regard des objectifs fondateurs

#### La stabilité des prix

La Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales nationales des 19 pays ayant adopté l’euro – qui constituent ensemble l’Eurosystème – ont depuis l’origine un mandat clair, qui leur a été fixé démocratiquement dans les traités européens<sup>1</sup> : « maintenir la stabilité des prix ». La stabilité des prix préserve le pouvoir d’achat des ménages ; elle renforce la confiance dans la valeur de la monnaie et ainsi la confiance des acteurs économiques dans toutes leurs décisions engageant l’avenir, des investissements à la conclusion des contrats.

À côté de cet objectif prioritaire, l’Eurosystème soutient également les politiques économiques générales dans l’Union, notamment les politiques contribuant au plein emploi et à une croissance équilibrée<sup>2</sup>, et la stabilité du système financier<sup>3</sup>. Certains observateurs préconisent un « double mandat » qui viserait à la fois l’inflation et la croissance ou le plein emploi, comme par exemple celui de la Réserve fédérale américaine. Cela aurait été toutefois initialement hors de portée politique au regard de l’expérience traumatisante de l’Allemagne en matière d’inflation, et cela s’avère *ex post* induire peu de différence en pratique<sup>4</sup> : la politique monétaire européenne contribue aussi à la croissance et à l’emploi (cf. *infra*).

1 Traité sur le fonctionnement de l’Union européenne, article 127.

2 Traité sur l’Union européenne, article 3-3.

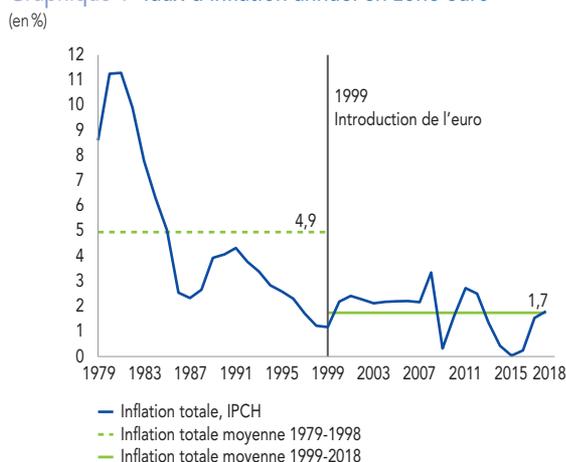
3 Traité sur le fonctionnement de l’Union européenne, article 127-5.

4 Discours à la Banque centrale du Portugal, François Villeroy de Galhau, 22 février 2019.

Dès 1998, la BCE a donné une définition précise de cette stabilité des prix, qu'elle a affinée en 2003 : maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de 2% à moyen terme. Deux raisons notamment justifient que cette cible soit supérieure à zéro<sup>5</sup> : une « marge de sécurité » par rapport à tout risque de déflation et de taux d'intérêt nominaux qui deviendraient trop bas ; et la prise en compte d'une éventuelle surestimation des chiffres d'inflation<sup>6</sup>. D'autres grandes banques centrales, telles que la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque du Japon, ont suivi depuis l'exemple de la BCE, en adoptant la même cible d'inflation de 2%, respectivement en 2012 et 2013.

Vingt ans après l'introduction de l'euro, les acquis sont tangibles : l'inflation a été, à 1,7% en moyenne, proche de sa cible (cf. graphique 1). Par rapport aux vingt années qui avaient précédé l'euro (1979-1998), les prix à la consommation ont augmenté près de trois fois moins vite depuis 1999.

Graphique 1 Taux d'inflation annuel en zone euro



Note : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.  
 Sources : Eurostat, AWM dataset et calculs Banque de France.

## La stabilité des changes

Un autre objectif majeur de l'euro était d'instituer la stabilité des changes entre les 19 États membres. L'euro a eu le mérite évident de simplifier la vie quotidienne des citoyens européens et des entreprises. Avant l'euro, un État pouvait certes, en dévaluant sa monnaie, améliorer temporairement la compétitivité de ses exportations au détriment de ses partenaires européens. Les effets positifs des dévaluations étaient toutefois ambivalents : le renchérissement des importations dégradait le pouvoir d'achat, et donc la consommation ; la dévaluation diminuait la richesse du pays. La hausse des prix liée aux dévaluations pénalisait par ailleurs de manière mécanique le patrimoine des épargnants. De plus, les désordres des taux de change pouvaient gravement affecter le commerce à l'intérieur du marché unique européen, et la croissance d'ensemble : on l'avait vu lors des crises du système monétaire européen de 1992, et de la récession consécutive de 1993 (-0,8% dans les pays qui forment aujourd'hui la zone euro).

Plus largement, l'introduction de l'euro a contribué à réduire les fluctuations de change pour les entreprises françaises qui exportent (cf. graphique 2). Elle a fait totalement disparaître la volatilité à l'intérieur de la zone euro (au sein de laquelle la France réalise près de 50% de ses échanges) et, de manière coïncidente, le risque de change a également diminué avec le reste du monde, notamment avec le yen et le dollar. La valeur de l'euro face au dollar est ainsi restée plus stable :

5 « La stratégie de politique monétaire de la BCE après l'évaluation et la clarification de mai 2003 », discours de Jean-Claude Trichet, 20 novembre 2003.

6 Les indices peuvent sous-estimer les baisses de prix implicites correspondant à la meilleure qualité des produits. Il s'agit de l'« effet Boskin », du nom du rapport publié aux États-Unis en 1996 par cet économiste.

**Graphique 2 Taux de change effectif nominal de la France et volatilité moyenne avant et après la création de l'euro**



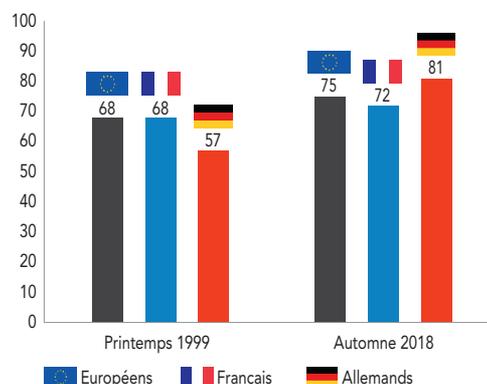
Source : Banque des règlements internationaux.  
Note : La volatilité moyenne du TCEN est établie à partir du coefficient de variation du taux de change sur chaque période.

au 1<sup>er</sup> janvier 1999, un euro s'échangeait contre 1,17 dollar, et, fin 2018, il s'échangeait contre 1,14 dollar, la moyenne entre 1999 et 2018 étant de 1,21 dollar. Globalement, la volatilité du taux de change effectif nominal (TCEN<sup>7</sup>) de la France a été divisée par 2,7 entre les vingt ans avant l'euro et les vingt ans suivants. Nos entreprises prennent ainsi moins de risque en échangeant avec leurs partenaires.

### La confiance des citoyens, en partie liée aussi à des institutions efficaces

En conséquence de cette stabilité assurée des prix et des changes, l'euro bénéficie d'une confiance croissante des 340 millions d'Européens qui le partagent. Le niveau d'adhésion à l'euro est aujourd'hui historiquement élevé (cf. graphique 3) : 75 % des citoyens de la zone euro – et 72 % des Français – sont favorables à « une union économique et monétaire européenne avec une seule monnaie, l'euro<sup>8</sup> ».

**Graphique 3 Soutien des Européens à l'euro en 1999 et 2018** (en %)



Source : Commission européenne (Eurobaromètre Standard).

Cette confiance est un acquis décisif à ce stade, souvent confirmé par les débats politiques nationaux. Pour les institutions en charge de la monnaie – les banques centrales –, elle est à la fois une reconnaissance et une obligation :

- la reconnaissance d'une crédibilité, garantie par l'**indépendance**<sup>9</sup> : les banques centrales ont le devoir d'agir au service de leur mandat, sans accepter d'influence politique ou médiatique. Pour autant, l'indépendance reste parfois mal comprise dans nos démocraties. La question est légitime, mais des deux côtés de l'Atlantique, les gouvernements aujourd'hui les plus critiques de l'indépendance sont ceux-là mêmes qui en démontrent le plus la nécessité : leurs politiques budgétaires non soutenables, s'il n'y avait l'ancre d'une banque centrale crédible, menaceraient la stabilité des prix ;

<sup>7</sup> Le taux de change effectif nominal (TCEN) est un indice de la valeur d'une monnaie par rapport à la moyenne des monnaies d'autres pays, pondérée en fonction des échanges commerciaux.

<sup>8</sup> Commission européenne, Eurobaromètre Standard, question 31, automne 2018.

<sup>9</sup> Article 130 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

Encadré 1

## Un Eurosystem fédéral et décentralisé



- l'indépendance a pour contrepartie une obligation essentielle : celle de rendre des comptes aux élus et aux citoyens (« *democratic accountability* ») sur le bon accomplissement du mandat. Depuis la création de l'euro, chaque année, le président de la BCE est auditionné quatre fois par les parlementaires européens représentant des citoyens ; il tient huit conférences de presse ; et depuis 2015, la BCE publie systématiquement un compte rendu de ses débats de politique monétaire. Les actions doivent en outre être menées au plus près du terrain : c'est le sens d'un Eurosysteme décentralisé (cf. encadré 1). Au niveau national, la Banque de France est auditionnée régulièrement par le Parlement, et s'attache à développer son dialogue avec les acteurs économiques et sociaux.

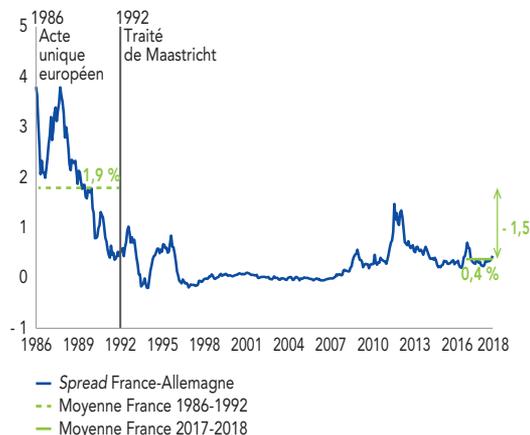
## 1.2 Les acquis pour la France et les Français

Notre pays et l'ensemble de ses habitants ont profité, comme le reste de l'Europe, de ces effets bénéfiques, et en conséquence d'une amélioration significative de leurs conditions de financement. Au-delà, deux débats plus spécifiques méritent d'y être approfondis : comment a évolué le pouvoir d'achat depuis l'introduction de l'euro ? L'euro a-t-il entraîné des facilités excessives pour notre pays ?

### Des conditions de financement favorables

La France, ayant avec l'euro une monnaie plus stable et qui inspire davantage confiance, peut désormais emprunter avec des taux d'intérêt beaucoup plus bas. C'est vrai d'abord pour l'État, et donc pour les contribuables. Entre 1986 et 1992 – la période du marché unique sans la monnaie unique – l'écart de taux d'intérêt souverain<sup>10</sup> à 10 ans (*spread*) entre la France et l'Allemagne était de

Graphique 4 Écart de taux d'intérêt à 10 ans (*spread*) entre la France et l'Allemagne



Source : Eurostat.

1,9% en moyenne ; il n'est plus que de 0,4% aujourd'hui (cf. graphique 4). La France économise ainsi chaque année au moins 35 milliards d'euros sur la charge de sa dette, soit l'équivalent du budget de la défense.

### La progression du pouvoir d'achat

Le sujet du pouvoir d'achat est toujours au centre de l'attention, et plus particulièrement ces derniers mois en France. Il est légitimement compliqué pour deux raisons au moins :

- il résulte à la fois de l'évolution des prix et du coût de la vie – l'inflation, dont la maîtrise est la mission de la banque centrale –, et de celle des revenus. Sur chacun de ces deux termes (cf. ci-après), les perceptions peuvent différer des mesures statistiques ;

<sup>10</sup> Écart entre les taux d'intérêt des emprunts émis par les différents États.

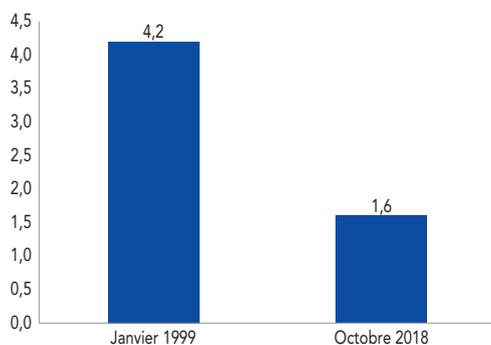
Encadré 2

## La baisse du coût des crédits aux ménages et aux entreprises entre 1998 et 2018

Les taux des crédits aux ménages et aux petites et moyennes entreprises (PME) ont eux aussi nettement baissé et sont aujourd’hui à des niveaux historiquement faibles. Ce mouvement de baisse concerne tous les grands pays de la zone euro. En France, le taux nominal des nouveaux crédits à l’habitat des ménages est en moyenne descendu de 5,6% en décembre 1998 à seulement 1,5% en décembre 2018 ; il est parmi les plus bas de la zone euro.

Graphique a Taux moyen des crédits à l’investissement des PME en France

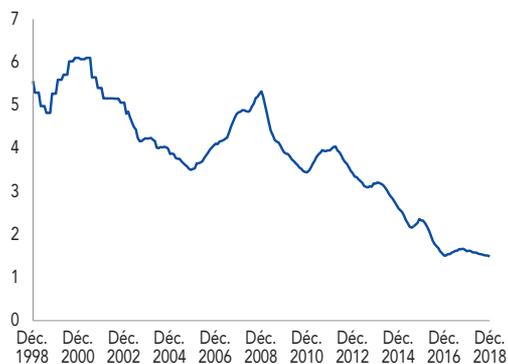
(en %)



Source : Banque de France.

Graphique b Taux moyen des nouveaux crédits à l’habitat des ménages en France

(en %)



Source : Banque de France.

- ces mesures captent en outre des moyennes, qui ne peuvent pas rendre compte des situations individuelles auxquelles chaque Français est d’abord sensible. Il faut donc aussi être attentif aux inégalités et aux effets de distribution <sup>11</sup>, mais les moyennes observées ici gardent une signification importante.

Depuis 1999, les **prix** augmentent nettement moins vite en France, ce qui contribue favorablement au pouvoir d’achat des ménages. Entre 1979 et 1998, les prix à la consommation avaient augmenté de 5,1% par an en moyenne en France, contre seulement 1,4% par an en moyenne depuis lors.

Cette différence est considérable : antérieurement, le niveau des prix doublait au bout de 14 ans, tandis qu’avec un taux d’inflation à 1,4% par an, il faudrait attendre 50 ans.

Ces chiffres, établis avec rigueur par l’Insee, sont cependant souvent contestés : dans la perception des Français, le passage à l’euro s’est accompagné d’une hausse des prix significative, alors même que l’indice Insee n’a augmenté que de 1,9% en 2002, année du passage à l’euro pour le

<sup>11</sup> Voir par exemple Insee (2018), *Les revenus et le patrimoine des ménages*, édition 2018, coll. « Insee Références », juin.

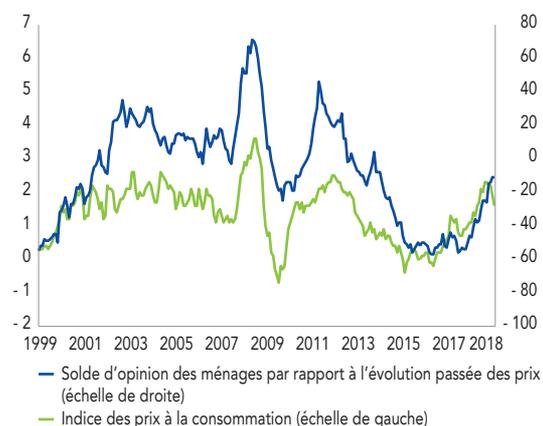
grand public (cf. graphique 5). Une des explications<sup>12</sup> est que les consommateurs accorderaient plus d'importance aux prix en hausse qu'aux prix en baisse ou stables. Par ailleurs, ils observeraient d'autant mieux les variations de prix des produits que ces derniers sont achetés fréquemment. Or, lors du passage à l'euro, l'effet d'arrondi aurait été davantage haussier pour certains produits fréquemment achetés.

L'historique des prix de la baguette de pain et de biens de consommation courante montre toutefois que les hausses de prix ont été modérées depuis l'arrivée de l'euro (cf. encadré 3).

<sup>12</sup> Insee (2017), « Une inflation modérée depuis le passage à l'euro », *Insee Focus*, n° 87, mai ; Insee (2019), « Soutiens budgétaires en zone euro, sur fond de tension », *Note de conjoncture*, mars.

**Graphique 5 Comparaison entre inflation perçue par les ménages et inflation réelle en France**

(indice des prix en glissement annuel et en %, solde d'opinion en points)



Source : Insee.

### Encadré 3

#### Historique des prix de la baguette de pain et de biens de consommation courante

Fin 2001, juste avant l'introduction des pièces et des billets en euros, la baguette de pain valait en moyenne environ 4,40 francs, soit 67 centimes d'euro. Fin 2018, elle valait 90 centimes d'euro, soit une augmentation de 30% en dix-sept ans, ou + 1,6% par an en moyenne, soit une progression à peine supérieure à l'inflation d'ensemble de + 1,4%. Une autre appréciation est de se demander s'il faut travailler plus aujourd'hui qu'en 2001 pour acheter cette même baguette. À cet égard, rapporté au salaire moyen, le prix relatif de la baguette a baissé d'environ 10% depuis 2001. C'est aussi le cas pour beaucoup de produits et services. Ainsi, depuis la création de l'euro, les loyers, les prix des pâtes ou des services de communication ont progressé plus lentement que le salaire moyen par tête. Depuis 2001, les prix relatifs des services de communication ont baissé de plus de 50% par rapport au salaire moyen, et le prix de 500 grammes de pâtes a connu une baisse relative de 30% (cf. graphique ci-après).

En revanche, d'autres prix augmentent quand par exemple le prix des matières premières s'accroît. Le prix du litre de gazole a augmenté au total de 24% par rapport au salaire moyen par tête depuis 2001, avec des variations importantes selon les années et les aléas du prix du pétrole.

.../...

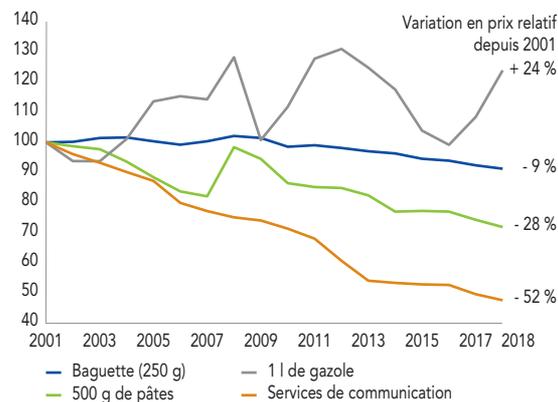
La perception du prix de nombreux produits dépend également de la capacité des ménages à en différer la dépense, voire à y renoncer. C'est le cas par exemple des dépenses de **logement**, d'alimentation, de santé, d'assurances ou de carburant. Ces dépenses dites « contraintes »<sup>1</sup> – car les ménages ne peuvent pas y renoncer facilement – représentent une part plus importante en France que dans les autres grands pays de la zone euro. Cette part a augmenté de trois points, passant de 50% en 2001 à 53% en 2018. Ce sont les dépenses de logement qui contribuent le plus à cette augmentation pour deux raisons : l'augmentation de la taille des logements et la baisse du nombre moyen d'occupants par foyer (décohabitation). Ceci peut traduire une amélioration qualitative, mais la perception du pouvoir d'achat en est directement affectée. Par ailleurs le ressenti des ménages sur leur pouvoir d'achat est aussi affecté par l'évolution des prix de l'immobilier qui sont repartis à la hausse depuis la fin 2015. Sur les dernières années, le « reste à vivre » par habitant<sup>2</sup> en France a ainsi augmenté moins vite que le revenu disponible brut par habitant.

1 Les dépenses dites « contraintes » sont comprises comme celles dont il n'est pas possible de différer ou abandonner l'exécution : ensemble des dépenses de logement, dépenses alimentaires (hors alcool et tabac), dépenses de santé et dépenses dites de protection sociale (crèche, garde d'enfant, maison de retraite), dépenses d'assurances et frais financiers, dépenses d'opération de véhicules de transport (catégorie comprenant notamment le carburant et l'entretien des véhicules personnels) et dépenses de services de télécommunication.

2 « Reste à vivre » calculé comme la différence entre le revenu disponible brut et les dépenses contraintes.

### Prix de biens de consommation élémentaires rapportés au salaire moyen par tête en France

(base 100 = 2001)



Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

La progression du pouvoir d'achat ne dépend pas seulement de l'évolution des prix : l'évolution des **revenus** entre bien sûr aussi en jeu. Il importe de raisonner en termes de pouvoir d'achat par habitant, c'est-à-dire en rapportant l'évolution du pouvoir d'achat à celle du nombre d'habitants.

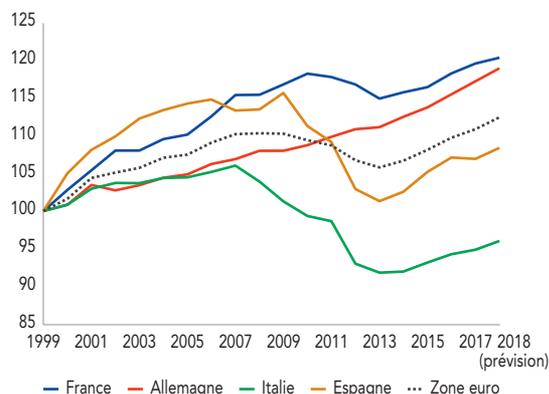
Depuis 1999, et jusqu'en 2018, le pouvoir d'achat a progressé en cumulé de 20% par habitant en France (cf. graphique 6), et de 16% par unité de consommation<sup>13</sup>. On peut distinguer trois phases dans cette évolution. **Entre 1999 et 2007**, le pouvoir d'achat par habitant a

augmenté en moyenne de **+ 2%** par an, porté notamment par des salaires dynamiques. **Entre 2008 et 2013**, le pouvoir d'achat par habitant recule légèrement (**- 0,1%** par an en moyenne). Avec la crise, les salaires nominaux ralentissent, l'emploi progresse moins vite que la population totale et les revenus financiers baissent fortement. **Entre 2014 et 2018**, le pouvoir d'achat par habitant augmente de

13 Il existe également d'autres mesures du pouvoir d'achat. L'Insee publie ainsi des données de pouvoir d'achat « par ménage » et « par unité de consommation » (UC). Les UC corrigent la notion de ménage pour tenir compte du fait que certaines dépenses sont mises en commun au sein d'un foyer (loyer, assurance, abonnement internet, charges d'électricité, etc.). Mais le pouvoir d'achat par habitant est le seul à permettre des comparaisons internationales.

**Graphique 6 Évolution cumulée du pouvoir d'achat par habitant en zone euro**

(base 100 = 1999)



Sources : Insee et Eurostat.

nouveau avec une croissance moyenne autour de **+ 0,9%** par an. Cette reprise est d'abord portée par un emploi dynamique, puis par l'accélération progressive des salaires et plus globalement de l'ensemble des revenus. En 2019, le pouvoir d'achat par habitant devrait encore progresser autour de 2%, soit le plus haut niveau depuis douze ans. Il sera notamment soutenu par les mesures d'urgence économique et sociale adoptées en décembre 2018.

Le pouvoir d'achat par habitant est ainsi plus dynamique en France que dans les autres grands pays de la zone euro. Entre 1999 et 2018, l'augmentation cumulée de 20% en France (+ 1% par an en moyenne sur dix-neuf ans) se compare à + 12% en zone euro.

La croissance plus favorable du pouvoir d'achat des Français s'explique d'abord par une augmentation moindre du coût de la vie, de 27% en cumulé sur vingt ans, contre 35% pour la moyenne européenne. Mais elle reflète aussi certains choix de partage des revenus : la France a en général préféré l'augmentation du salaire par employé à

celle de l'emploi total ; sur la progression de l'emploi, elle fait, à l'inverse, moins bien que la moyenne de la zone euro depuis vingt ans (13%, contre 15%), et elle a privilégié l'augmentation des transferts publics et sociaux, plutôt qu'un rééquilibrage des finances publiques. Ceci alimente un autre débat sur les facilités qu'aurait permises l'euro.

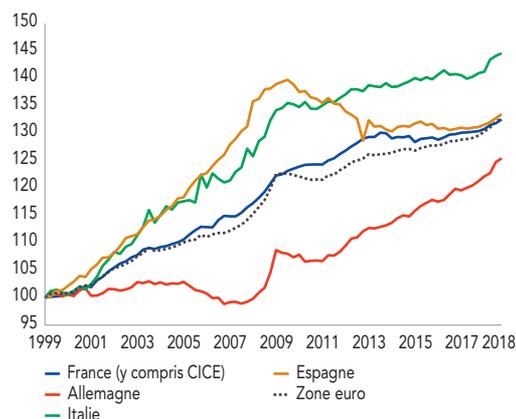
### Des facilités excessives, au détriment de notre compétitivité et de nos finances publiques ?

La question de facilités excessives que l'euro aurait apportées à la France recouvre deux dimensions :

- **la dégradation de notre compétitivité en Europe** depuis 1999, largement liée aux fortes augmentations du coût du travail de la première décennie, nettement supérieures à celles de la productivité. Les coûts unitaires du travail ont de ce fait augmenté plus vite en France qu'en Allemagne, malgré une inversion de tendance depuis 2013 (cf. graphique 7).

**Graphique 7 Coût unitaire du travail en zone euro**

(base 100 = T1 1999)



Note : CICE, crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi.  
Source : Eurostat.

Notre pays semble en avoir tiré les enseignements : l'euro allège la contrainte extérieure, mais ne dispense pas, au contraire, d'un effort de compétitivité interne, quantitatif et qualitatif <sup>14</sup>.

- la **montée continue de notre dette publique**, qui aurait été facilitée par les baisses des taux d'intérêt grâce à l'euro, puis plus récemment grâce à la politique monétaire très accommodante. Notre tendance au déficit et à la dette est cependant beaucoup plus ancienne que les politiques accommodantes. Depuis 1980, le niveau de dette publique rapporté au PIB n'a cessé d'augmenter en France, pour être multiplié par cinq, de 20,8% à 98,4% fin 2018. À l'inverse, depuis l'euro, d'autres pays, à l'instar de l'Allemagne, de l'Autriche ou des Pays-Bas, ont réussi à améliorer leurs finances publiques. La clé pour redresser les comptes n'est donc pas un durcissement de la politique monétaire, mais une stabilisation enfin des dépenses publiques, en volume <sup>15</sup>. Celles-ci atteignaient dans notre pays 56% du PIB en 2018, soit douze points de plus que la moyenne de nos voisins européens qui ont pourtant un modèle social et public comparable (44% pour la zone euro hors France). Cet écart d'efficacité pèse sur notre compétitivité par les prélèvements lourds qu'il entraîne sur les entreprises et les ménages. C'est également un enjeu de souveraineté qu'il est essentiel de relever ; sinon, nous risquons un effet « boule de neige » sur l'augmentation de notre dette, si les taux d'intérêt à l'avenir deviennent supérieurs au taux de croissance.

<sup>14</sup> Banque de France, *Lettre au Président de la République*, mai 2016 (p. 9) et juin 2018 (p. 9 et 10).

<sup>15</sup> Banque de France, *Lettre au Président de la République*, juin 2018 (p. 11 et 12).

<sup>16</sup> Hartmann (P.) et Smets (F.) (2018), « The first twenty years of the European Central Bank : monetary policy », *Working Paper Series*, n° 2219, BCE, décembre.

## II. Affronter les défis de l'euro

L'euro est un succès, au regard tant de ses objectifs initiaux que de la confiance des citoyens. Mais à l'heure d'un ralentissement économique en Europe, et de fortes tensions internationales, la mobilisation doit rester forte face aux défis de l'euro. Ses acquis ne sont pas définitifs, et son potentiel est loin d'être pleinement exploité, d'où trois priorités : renforcer la solidité, mieux répartir la prospérité, affirmer une souveraineté internationale.

### 2.1 Renforcer la solidité : la réponse aux crises financières

Les crises financières de 2008-2009, à l'échelle mondiale, puis de 2011-2012 en Europe, ont appelé à la fois une politique monétaire très active et un traitement des fragilités financières de la zone euro à travers l'Union bancaire. C'est l'une et l'autre qu'il faut maintenant adapter dans la durée.

#### Adapter progressivement la politique monétaire non conventionnelle

Dès la crise de 2007-2009, la BCE avait déjà considérablement élargi ses opérations <sup>16</sup>. Mais la crise de 2011-2012 a requis, pour conforter l'euro, un Conseil européen décisif fin juin 2012, puis le fameux « *whatever it takes* » (« [la BCE fera] *tout ce qu'il faudra* [pour sauver l'euro] ») de Mario Draghi en juillet. À partir de 2014, face à un risque de déflation, la BCE a ensuite mobilisé un quatuor d'instruments non conventionnels : i) une communication sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs (*forward guidance*); ii) l'adoption de taux négatifs pour la « facilité » sur les dépôts des banques commerciales à - 0,4 %

depuis 2016 ; iii) un programme d'achats d'actifs <sup>17</sup> privés et publics mis en place en 2014 (actifs privés) et 2015 (actifs publics) ; iv) une large fourniture de liquidités aux banques <sup>18</sup> pour faciliter leurs crédits à l'économie.

Cette politique a-t-elle été efficace jusqu'à présent ? Les estimations sont largement convergentes : le programme d'achats de titres a permis une forte baisse des taux d'intérêt souverains à long terme, de 100 points de base pour l'Allemagne et plus de 150 points pour la France. De 2016 à 2020, l'ensemble des mesures non conventionnelles est estimé avoir accru l'inflation comme la croissance de 1,9% en cumulé <sup>19</sup>. Il a ainsi significativement contribué aux 10 millions de créations nettes d'emplois dans la zone euro depuis 2013.

Fort de ces progrès, le Conseil des gouverneurs a commencé l'an passé la normalisation progressive de sa politique monétaire. Face à l'actuel ralentissement en zone euro, avec seulement 1,1% de croissance attendu en 2019 après 1,8% en 2018, l'Eurosystème pourra-t-il cependant sortir de sa politique non conventionnelle ? Et symétriquement, a-t-il les moyens de faire face à une conjoncture en zone euro qui s'avèrerait durablement dégradée, en deçà des 1,6% de croissance et des 1,5% d'inflation encore espérés pour 2020 ? À ces deux questions apparemment opposées, la réponse commune tient à la combinaison active de clarté et de flexibilité dont dispose l'Eurosystème. L'ordre de la séquence de normalisation est très clair : après l'arrêt réussi des achats nets depuis janvier dernier, la prochaine étape potentielle est un relèvement des taux directeurs, qui désormais n'interviendra pas avant fin 2019 au plus tôt. Puis, après une période prolongée interviendra la diminution éventuelle des réinvestissements des remboursements sur

le stock de titres important que continue à détenir l'Eurosystème (près de 2 600 milliards d'euros).

Ce calendrier pourra, en fonction de l'évolution effective des données économiques, être adapté avec toute la flexibilité nécessaire. Et l'intensité des divers instruments devra être calibrée avec un total pragmatisme. Conformément à son mandat, la politique monétaire restera accommodante aussi longtemps qu'il le faudra pour atteindre l'objectif d'inflation à moyen terme.

### Réponse décisive à la crise des dettes souveraines, l'Union bancaire doit être consolidée

La recapitalisation des établissements bancaires en difficulté et la fragmentation de l'espace financier européen avaient contribué à la crise des dettes souveraines de 2011 et 2012, avec de fortes tensions dans le Sud de l'Europe : Italie, Espagne, Portugal et Grèce. Le Conseil européen a alors décidé la création de l'Union bancaire, qui doit reposer sur trois piliers dans une succession logique. Le premier en est le **mécanisme de surveillance unique** : opérationnel depuis 2014, il attribue à la BCE la responsabilité centrale de la supervision bancaire dans la zone euro, en coopération avec les autorités nationales, dont l'ACPR <sup>20</sup> en France. Le second pilier, moins connu, est le **mécanisme de résolution unique** : depuis début 2016, il doit en principe garantir que toutes les banques de taille importante de

<sup>17</sup> Asset Purchase Programme (APP).

<sup>18</sup> Targeted Long Term Refinancing Operations (dont TLTRO2 et 3) : opérations ciblées de refinancement à plus long terme.

<sup>19</sup> BCE (2019), *Bulletin économique*, mars.

<sup>20</sup> Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

la zone euro peuvent faire l'objet, en cas de difficultés, d'une « résolution » selon les mêmes règles et à un coût minimal pour les contribuables et pour l'économie réelle. Le troisième pilier, de garantie commune des dépôts, retient souvent davantage l'attention publique : mais avant de se polariser sur lui, la priorité est de mieux faire fonctionner en pratique les deux premiers piliers, et de supprimer les obstacles nationaux ; nous n'y sommes pas.

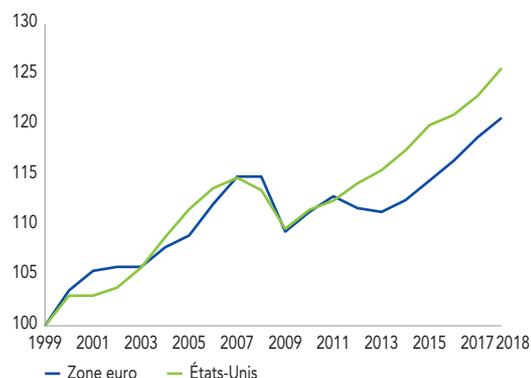
Enfin et surtout, il ne peut y avoir d'Union bancaire efficace et bénéfique sans de vraies banques « paneuropéennes » et une consolidation transfrontière : aux États-Unis, les cinq premières banques commerciales représentent désormais plus de 40% de l'activité, et sont inter-États. En zone euro, les cinq premières banques pèsent moins de 20% et restent largement domestiques. En 2018, le nombre de fusions bancaires européennes a atteint son plus bas niveau depuis 1999. Cette nécessité d'un vrai « marché unique bancaire » est encore renforcée et élargie par le Brexit. Celui-ci est une mauvaise nouvelle pour le Royaume-Uni, mais aussi pour l'Europe. Il peut cependant représenter en partie une opportunité pour renforcer l'intégration financière de la zone euro au sein d'un « Eurosysteme financier », et rapatrier en Europe l'intermédiation sur l'épargne européenne.

## 2.2 Mieux répartir la prospérité : amplifier la croissance, mais tout autant la convergence

Contrairement à une perception répandue, le PIB par habitant de la zone euro a progressé presque aussi rapidement que celui des États-Unis depuis l'introduction de l'euro : entre 1999 et 2018, il a crû

Graphique 8 Comparaison des PIB réels par tête

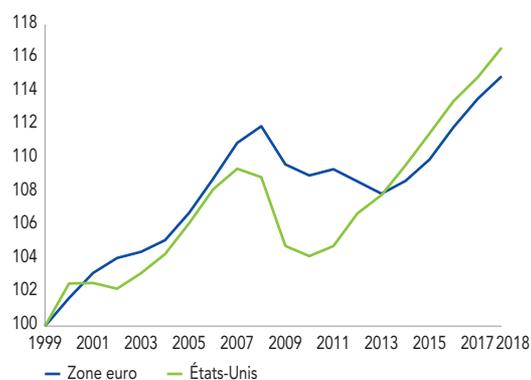
(base 100 = 1999)



Sources : Banque mondiale et Eurostat.

Graphique 9 Comparaison de l'emploi

(base 100 = 1999)

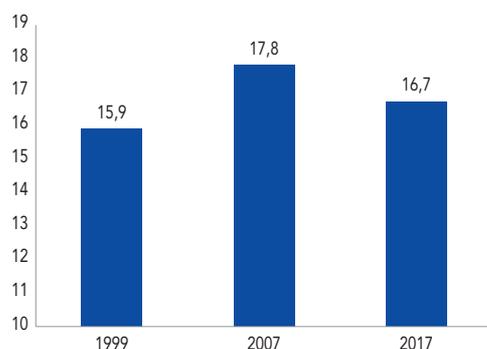


Sources : Banque mondiale et Eurostat.

de 21% en cumulé, contre 26% aux États-Unis, l'écart venant de la crise européenne de 2012 (cf. graphique 8). De même, les États-Unis et la zone euro connaissent une hausse de l'emploi globalement similaire au cours des vingt dernières années (cf. graphique 9).

### Graphique 10 Part des pays « en rattrapage » en 1999 dans le PIB total de la zone euro

(en %)



Note : Les pays « en rattrapage » sont les pays dont le PIB par habitant était inférieur ou égal au revenu médian en 1999, à savoir l'Espagne, le Portugal, la Grèce, Chypre, la Lettonie, la Lituanie, l'Estonie, la Slovaquie, la Slovénie et Malte.  
Sources : Eurostat et calculs Banque de France.

La zone euro a, par ailleurs, accueilli sept nouveaux membres<sup>21</sup> depuis sa création, signe de son attractivité. Toutefois, sur longue période, à l'exception du rattrapage opéré pendant la décennie 2000 (cf. graphique 10), l'euro n'a pas suffisamment favorisé la convergence des niveaux de revenu entre les économies partenaires. Au contraire, on constate depuis la crise une divergence croissante des dynamiques de croissance : la part des pays dits « en rattrapage » dans le PIB total de la zone euro a ainsi diminué entre 2007 et 2017, passant de 17,8% à 16,7%. Plus largement, la confiance entre pays membres, et particulièrement entre Nord et Sud de la zone euro, semble avoir régressé.

Les causes de cette divergence sont diverses. Mais les crises financières de 2008-2009 puis de 2011-2012 ont touché plus fortement les systèmes bancaires et financiers des pays les plus fragiles, créant localement des déficits de financement. L'achèvement de l'union bancaire (cf. *supra*) devrait donc contribuer aussi à la convergence.

Au-delà, augmenter la croissance et la convergence passe par trois axes : la poursuite des réformes nationales d'abord, mais aussi l'utilisation de certaines marges de manœuvre budgétaires et le renforcement de l'Union économique.

#### La poursuite des réformes nationales, favorable à la croissance et à l'emploi durables

L'euro n'a en rien supprimé la nécessité de réformes nationales ambitieuses, qui relèvent heureusement du débat démocratique dans chacun de nos pays<sup>22</sup>. L'exemple de l'Espagne et du Portugal, qui croissent à nouveau plus vite que la moyenne, confirme que les réformes sont la première clé de la convergence ; elles sont compatibles avec notre modèle social européen. Des réformes menées ces dernières années en France, notre pays tire déjà des bénéfices, dont notamment les fortes créations d'emplois de ces trois dernières années accélérées par le crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) – 785 000 emplois salariés nets créés entre 2016 et 2018. Ces créations d'emplois contribuent, avec les mesures d'urgence décidées en décembre 2018, à la vigueur de notre demande intérieure et à la meilleure résistance aujourd'hui de notre économie. L'économie française en 2019 devrait ainsi, à + 1,4%, croître nettement plus que l'économie allemande (+ 0,7% en 2019)<sup>23</sup> – ce qui n'est pas arrivé depuis 2005 – et devrait faire mieux que la moyenne européenne.

<sup>21</sup> Chypre, Estonie, Lettonie, Lituanie, Slovaquie, Slovénie, Malte.

<sup>22</sup> Banque de France, *Lettre au Président de la République*, mai 2016, juillet 2017, et juin 2018, p. 16.

<sup>23</sup> OCDE, mars 2019.

La France, dans ce contexte, doit garder le cap de cette ambition de réforme dans la durée. La croissance et l'emploi butent notamment aujourd'hui sur les difficultés de recrutement des entreprises ; celles-ci sont un paradoxe insupportable dans un pays qui compte encore 2,4 millions de chômeurs<sup>24</sup>, mais elles traduisent un « chômage structurel » beaucoup trop élevé à près de 9%. La priorité est donc d'agir sur les quatre leviers qui permettront de diminuer ce chômage structurel : l'apprentissage, la formation professionnelle, l'éducation et l'assurance chômage. Sur les deux premiers en particulier, la loi « Avenir professionnel » votée en 2018 est un bon levier, qui doit maintenant impérativement et patiemment être mis en œuvre par tous les acteurs privés et publics. Parallèlement, il faut poursuivre les réformes favorisant un fonctionnement efficace du marché des biens et des services ; leurs gains peuvent être rapides et significatifs pour le pouvoir d'achat des consommateurs<sup>25</sup>.

#### L'utilisation des marges de manœuvre budgétaires, là où elles existent

Au-delà des réformes nationales, l'utilisation des marges de manœuvres budgétaires, là où elles existent, est indispensable. La France ou l'Italie, du fait de leurs niveaux élevés de dépenses publiques et de dette, ne disposent cependant guère de telles marges de manœuvre (cf. *supra*).

À l'inverse, l'Allemagne et les Pays-Bas ont légèrement activé leurs politiques budgétaires sans toutefois s'engager dans une véritable relance. Ces pays qui disposent d'une marge de manœuvre budgétaire pourraient aujourd'hui l'utiliser pour soutenir leur propre croissance comme celle de la zone euro.

Une meilleure coordination des politiques budgétaires et structurelles amplifierait ce soutien à la croissance davantage que des actions isolées, grâce aux synergies entre ces politiques et à leurs effets d'entraînement mutuels (« *spillovers* ») entre pays. Selon plusieurs études<sup>26</sup>, les effets bénéfiques d'une telle coordination pourraient représenter un gain de 1 à 2 points de PIB, particulièrement lorsque les taux d'intérêt directeurs de la banque centrale ont atteint leur plancher.

#### Le renforcement parallèle de l'Union économique

La zone euro a besoin de réformes nationales **et** de coopération européenne, et non pas **ou** comme tend à les opposer depuis trop longtemps un débat Nord-Sud stérile. Ce renforcement vise notamment l'objectif de stabilisation de la conjoncture : face à des chocs négatifs, la politique monétaire ne doit pas et ne peut pas être la seule réponse possible ; *a fortiori*, si ces retournements de conjoncture ne frappent que certains pays (dont ceux de la périphérie – « chocs asymétriques »), il faut des mécanismes économiques plus forts de stabilisation. Le débat sur les mécanismes **publics** focalise souvent l'attention : le mécanisme européen de stabilité (MES) introduit en 2012 a été puissant pour gérer *ex post* les crises de certains pays, de l'Irlande à la Grèce. Le MES doit toutefois aussi aider à prévenir les crises en amont, avec « ses lignes de précaution », dont les critères d'accès

<sup>24</sup> Au sens du Bureau international du travail (BIT).

<sup>25</sup> Le Premier ministre a récemment annoncé devant l'Autorité de la concurrence plusieurs mesures dans les secteurs de la construction automobile, la santé ou le logement.

<sup>26</sup> Arce (O.), Hurtado (S.) et Thomas (C.) (2016), « Policy spillovers and synergies in a monetary union », Banque d'Espagne ; Gaspar *et al.* (2016), « Macroeconomic Management When Policy Space Is Constrained : A Comprehensive, Consistent, and Coordinated Approach to Economic Policy », FMI ; Banque de France (2017) « Coût des carences de coordination des politiques économiques dans la zone euro ».

restent nettement trop restrictifs. L'Union économique devrait, par ailleurs, être complétée par une capacité budgétaire commune : celle-ci peut contribuer à la convergence et à la compétitivité, mais il ne faut pas perdre l'ambition également d'une fonction de stabilisation. À cette condition, elle soutiendrait la politique monétaire unique et la stabilité des prix, dans l'intérêt commun de tous les pays de la zone euro.

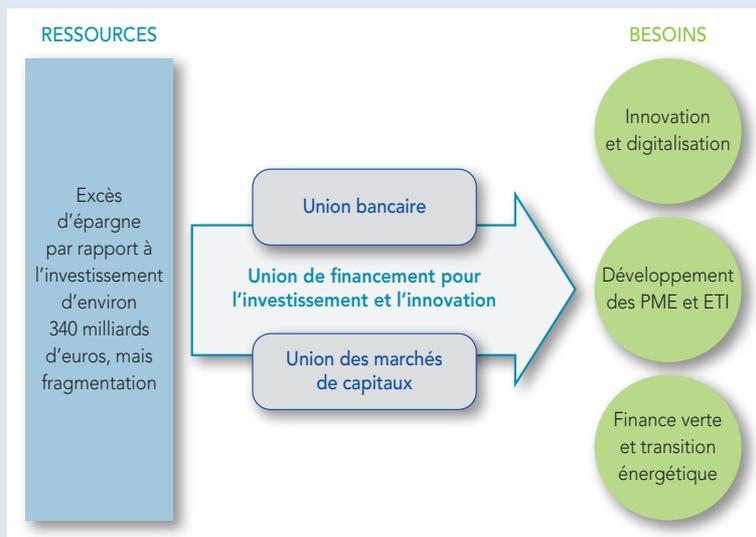
Parallèlement, les mécanismes **privés** de partage des risques et de stabilisation, moins souvent évoqués, sont au moins aussi importants et aussi efficaces comme on le constate aux États-Unis : les marchés de capitaux y jouent un rôle d'amortisseur entre États plus important que les transferts budgétaires <sup>27</sup>.

27 Sorensen (B. E.) et Yosha (O.) (1998), « International risk sharing and European monetary unification, » *Journal of International Economics*, vol. 45(2), Elsevier, août, p. 211-238.

Encadré 4

### La mobilisation de l'épargne privée en zone euro

La zone euro dispose d'une ressource abondante, et rarement mentionnée : son excédent d'épargne <sup>1</sup> par rapport à ses investissements, qui se monte à 340 milliards d'euros en 2018. C'est, comme l'expliquent les économistes, l'équivalent de son excédent extérieur global, à hauteur de 3% de son PIB. Cette ressource est aujourd'hui placée à l'extérieur de la zone euro, alors que celle-ci a pourtant des besoins potentiels d'investissement très importants : l'innovation et la digitalisation <sup>2</sup>; le développement des PME et ETI par renforcement de leurs fonds propres <sup>3</sup>; la transition énergétique à l'évidence; ou certains besoins d'infrastructures.



1 L'excédent global est égal à l'excédent du secteur privé moins le besoin de financement du secteur public.

2 On estime le besoin annuel à 140 milliards d'euros, évaluation pour l'Union européenne par la Banque européenne d'investissement.

3 Les fonds propres des entreprises représentent au total 80% du PIB en zone euro, soit beaucoup moins qu'aux États-Unis (122%). Cet écart contribue au retard d'innovation européen.

.../...

L'affectation des ressources d'épargne privée européenne à ces besoins requiert des canaux de financement plus efficaces, à travers les frontières – l'épargne n'est pas toujours dans les pays où sont les besoins – comme dans la « transformation » : l'épargne est souvent sûre et de court terme, les produits de financement doivent être plus longs et risqués. Ceci passe par une Union bancaire plus efficace, mais aussi par une « Union des marchés de capitaux ». Celle-ci fait l'objet d'un consensus politique de principe, mais il serait maintenant essentiel d'avancer plus vite sur son contenu technique <sup>4</sup>.

La combinaison de l'Union bancaire et de l'Union des marchés de capitaux permettrait une véritable « Union de financement pour l'investissement et l'innovation ». Cette « marque » unifiée permettrait par ailleurs de souligner les enjeux, décisifs – et accessibles – pour la zone euro.

4 BCE (2018), « Establishing the capital markets union », *Financial integration in Europe*, mai, p. 56 et suivantes.

### 2.3 Affirmer une souveraineté : le rôle international de l'euro

Le développement du rôle international de l'euro ne figure pas dans le mandat de la BCE, et n'était pas dans les priorités de 1999. L'euro est cependant progressivement apparu comme une alternative au dollar. Deuxième monnaie du système monétaire international, l'euro représente 34 % de la valeur des transactions internationales, soit un niveau proche de celui du dollar (40 %). Toutefois, l'utilisation internationale de l'euro après avoir fortement progressé initialement, a reculé depuis les crises financières de 2008-2012 ; elle reste faible en comparaison du dollar en matière de réserves de change comme de dette internationale (20 %).

Après avoir assuré sa reconnaissance interne en Europe, l'euro devrait aujourd'hui gagner en importance internationale, et ce d'abord pour des raisons géopolitiques évidentes de souveraineté

européenne <sup>28</sup>. Le dollar est un atout clair de la puissance américaine, comme la Chine se soucie à présent de l'internationalisation du renminbi. Mais des raisons économiques s'ajoutent : la mondialisation s'est accrue depuis vingt ans ; un recours plus large à l'euro favoriserait la protection de nos entreprises contre les risques de change ou de contentieux judiciaire extraterritorial. Les mesures concrètes de promotion de l'euro identifiées par la Commission européenne en décembre dernier <sup>29</sup> sont donc opportunes. Le développement de systèmes de paiement instantanés européens pleinement unifiés, de marchés intégrés de capitaux, la création ultérieure d'un actif sûr et large en euros, contribueraient à la fois à l'expansion internationale de l'euro et à sa consolidation interne.

\*\*

28 Mario Draghi (2019), *La souveraineté dans un monde globalisé*, discours à l'université de Bologne, 22 février.

29 Commission européenne (2018), *Vers un renforcement du rôle de l'euro*, communication, décembre.

En vingt ans, l'euro est devenu plus qu'une monnaie de confiance : une réalisation majeure et une fierté de l'Europe. Il a surmonté les forts doutes initiaux du reste du monde, il a résisté aux tensions de deux crises sévères, et la BCE a été fidèle à sa promesse de stabilité des prix avec une inflation moyenne de 1,7 % par an. L'euro a ainsi, et surtout, conquis le soutien fort de 340 millions d'Européens : les citoyens d'Europe se sont appropriés leur monnaie, et tiennent à la garder.

Ce succès n'appelle pour autant aucune complaisance : monnaie sans État, l'euro reste une construction spécifique. Il est né d'une constellation rare, entre l'unité allemande et le génie politique de Jacques Delors, Helmut Kohl et François Mitterrand. Mais depuis, il a essentiellement grandi dans les crises, par la nécessité

plutôt que par l'anticipation. Alors que des propositions ambitieuses avaient été mises sur la table, la tentation inavouée semble aujourd'hui de différer beaucoup des progrès jusqu'à une prochaine crise. Ce serait dangereux, et ce serait dommage : parce que toutes les voies privilégiées ici sont accessibles sans révision des traités ni transferts budgétaires lourds, d'une Union de financement à un rôle international accru. Et parce que l'euro mérite mieux que l'attentisme pour optimiser son potentiel au bénéfice de tous les Européens.

Paris, le 2 avril 2019

François Villeroy de Galhau