

# QUELLE GOUVERNANCE DE LA ZONE EURO ?

**Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak**

*OFCE-Sciences Po*

---

La période d'avant-crise, comme la crise, ont mis en évidence les défauts d'organisation de la zone euro. Il est difficile d'avoir une monnaie unique entre des pays dont les conjonctures et les problèmes structurels diffèrent. La gouvernance mise en place (pas de garantie des dettes publiques, des règles arbitraires centrées sur les seules finances publiques) n'était pas satisfaisante. Les institutions européennes ont voulu imposer une stratégie (paralysie des politiques nationales, baisse des dépenses publiques, réformes structurelles libérales) qui a échoué. Avant la crise, les divergences se sont creusées entre les pays du Nord et ceux du Sud ; la crise les a rendues insoutenables.

Depuis, le Pacte budgétaire a renforcé des règles sans fondement économique. Les politiques d'austérité aveugles se sont révélées catastrophiques pour la croissance et la cohésion de la zone. Les procédures mises en place renforcent la surveillance des politiques économiques des pays membres, sans organiser une véritable coordination des politiques nationales. Elles instaurent une solidarité limitée et chèrement payée. Les projets proposés de fédéralisme budgétaire ne peuvent compenser la perte d'autonomie des politiques nationales.

Les dettes publiques des pays membres doivent redevenir des actifs sans risque, ceci grâce à la garantie de BCE. Ceci nécessite d'instaurer une véritable coordination des politiques économiques nationales ; celle-ci doit se donner explicitement comme objectif la croissance, le plein-emploi, la résorption ordonnée des déséquilibres entre pays membres. L'Europe doit réaffirmer sa spécificité : son modèle social, sa volonté de préparer la transition écologique. Ce n'est que dans le cadre de ce projet commun qu'elle pourra progresser.

---

## 1. Une organisation défectueuse

Le creusement des déséquilibres entre les pays membres de 1999 à 2007, puis la crise débutant en 2007 ont mis en évidence les défauts de l'organisation de la zone euro. Les institutions euro-

péennes comme les pays membres ont été incapables de mettre en œuvre une stratégie économique commune, ni même une coordination satisfaisante de leurs politiques économiques. La monnaie unique souffre de six péchés originels :

— Selon la théorie économique, il ne peut y avoir de monnaie unique entre des pays qui ont des situations économiques différentes et qui gardent des politiques économiques autonomes. La monnaie unique suppose de mettre en place des mécanismes de coordination des politiques économiques, de contrôle et de solidarité. Sinon comment éviter l'apparition et la persistance de situations où certains pays sont fortement déficitaires, d'autres fortement excédentaires ?

— Ces mécanismes ne peuvent consister en des règles numériques rigides, sans fondement économique, inscrites dans un traité. Ils doivent être à la fois souples (les politiques économiques doivent être négociées entre pays compte tenu des situations nationales) et contraignants (chacun doit se plier aux décisions communes). Mais comment aboutir à un accord entre des pays dont les intérêts et les analyses diffèrent ? Comment convaincre un pays de modifier sa politique économique pour tenir compte de la situation de ses partenaires ?

— Il ne peut y avoir de solidarité inconditionnelle entre des pays à politiques différentes et autonomes. Ainsi, les pays du nord de l'Europe peuvent-ils refuser d'aider ceux du Sud, leur reprochant de n'avoir pas fait les réformes nécessaires, d'avoir laissé gonfler leurs déséquilibres, d'être incapables de tenir leurs engagements. Mais, cette solidarité est indispensable pour que la monnaie unique soit pleinement garantie.

— Selon la Constitution européenne, la BCE n'a pas le droit de financer directement les États (article 123) ; la solidarité financière entre les États membres n'est pas garantie (article 125). Ainsi, chaque pays membre doit-il se financer sur les marchés financiers sans recours assuré à une banque centrale « prêteuse en dernier ressort ». Ceci ouvre la possibilité qu'il ne puisse tenir ses engagements et fasse défaut. Sa dette n'est plus sans risque. Contrairement aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les pays de la zone euro ont perdu leur souveraineté monétaire. Les marchés financiers n'en avaient pas pris conscience jusqu'à début 2009. Depuis, échaudés par le défaut de la Grèce, ils ont imposé des taux insoute-

nables aux pays en difficulté, augmentant encore les difficultés de ces pays.

— Les pays de la zone euro sont dorénavant soumis à l'arbitrage des marchés financiers et, contrairement aux pays anglo-saxons et au Japon, ne contrôlent plus leur taux d'intérêt. Or les marchés financiers n'ont pas de compétence macroéconomique, sont auto-réalisateurs et savent qu'ils le sont. Pourtant, les pays du Nord refusent que les dettes publiques des pays membres soient collectivement garanties. Ils estiment que la discipline imposée par les marchés financiers est nécessaire. Or, la disparité des taux d'intérêt est d'un coût élevé et arbitraire. À terme, un pays comme l'Italie, avec un taux d'intérêt supérieur de 2 points à celui de la France, devrait payer aux marchés financiers un tribut de l'ordre de 2,5 % de son PIB pour compenser un présumé risque de défaut. La notion de *monnaie unique* disparaît : une entreprise espagnole ne s'endette pas au même taux qu'une entreprise allemande.

— La Commission, les hautes administrations européennes et nationales sont actuellement dominées par une idéologie fédérale, libérale, technocratique. Selon celle-ci, l'Europe doit priver les États démocratiques (soumis aux tentations démagogiques) de leurs pouvoirs pour concentrer ceux-ci dans des instances européennes (BCE, Commission) qui feront évoluer l'Europe vers un modèle libéral : baisse des impôts et des dépenses publiques et sociales, réformes structurelles, déréglementation des marchés.

Avant la crise, la zone euro a connu une augmentation des disparités entre deux groupes de pays conduisant des stratégies macroéconomiques insoutenables : les pays du Nord (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, Finlande) basaient une croissance médiocre sur des gains de compétitivité et accumulaient de forts excédents courants, alors que la forte croissance des pays du Sud (Espagne, Irlande, Grèce), tirée par des taux d'intérêt réels inférieurs aux taux de croissance, s'accompagnait de bulles immobilières et d'importants déficits extérieurs (Deroose *et al.*, 2004; Mathieu et Sterdyniak, 2007). En 2007, les Pays-Bas et l'Allemagne avaient des excédents courants de 8 % du PIB ; les déficits extérieurs dépassaient 8 % du PIB au Portugal, en Espagne et en Grèce. Le cadre de politique économique mis en place par le Traité de Maastricht, basé sur le seul contrôle des déficits publics, a été incapable d'empêcher le creusement de déséquilibres qui sont devenus insoutenables

avec la crise. La Commission s'est épuisée dans un vain combat contre les pays en dépression qui ne respectaient pas la limite de 3 % du PIB du déficit public (en particulier la France et l'Allemagne en 2003-2006) sans voir que le danger résidait dans les pays en croissance rapide, qui équilibraient leurs finances publiques au prix de la hausse de leurs endettements privés ou extérieurs.

La crise de 2007-2009 a été une crise bancaire et financière, provoquée par des innovations hasardeuses, dans une situation de libéralisation et de globalisation financières non contrôlées, d'explosion de la masse des capitaux cherchant des placements liquides et rentables. Les marchés financiers se sont révélés avides, aveugles et instables. La globalisation financière avait autorisé le gonflement de déséquilibres qui ont fini par éclater (Mathieu et Sterdyniak, 2009).

La crise ne provient pas de la hausse des dettes et des déficits publics. En 2007, le solde public de l'ensemble des pays de la zone euro ne présentait qu'un déficit de 0,6 %. La crise a cependant provoqué une dégradation sans précédent des finances publiques, du fait de la nécessité de secourir les banques, de soutenir l'activité, mais surtout du fait de la baisse non rattrapée du niveau de PIB, donc des recettes fiscales. Globalement, la dégradation a été plus faible pour la zone euro, où le déficit public était de 6,2 % du PIB en 2010, contre 8,3 % au Japon, 10 % au Royaume-Uni et 12,2 % aux États-Unis. De 2007 à 2013, la hausse du ratio dette publique/PIB a été de 27 points dans l'ensemble de la zone euro, de 40 points aux États-Unis, de 51 points au Royaume-Uni, de 60 points au Japon.

Après la crise, la zone euro fut incapable de mettre en place une stratégie macroéconomique cohérente pour récupérer les 10 points d'activité perdus. Pire, les marchés financiers ont spéculé sur la faillite et sur la sortie de la zone de plusieurs des États membres. Trois ont été mis sous tutelle (Grèce, Portugal, Irlande) ; deux autres (Espagne, Italie) ont souffert de taux d'intérêt excessifs. La crise financière s'est prolongée en une crise des dettes publiques de la zone euro.

Les autorités européennes et les pays membres n'ont pas réagi avec la rapidité et la vigueur nécessaires. Ils ont refusé de garantir les dettes publiques, ne mettant en place qu'une solidarité limitée, soumise à une stricte conditionnalité. Sous la pression de la

Commission, sous la menace des marchés financiers et des agences de notation, les États membres en furent réduits à s'engager dans des politiques restrictives, en période d'austérité, mettant en péril et leur dynamisme économique et leur modèle social.

Pour la zone euro prise globalement, les mesures de restrictions budgétaires ont représenté 1,7 % du PIB en 2011, 2,0 % en 2012 et 1,1 % en 2013. Sous la pression de la troïka, les pays du sud de l'Europe ont dû mettre en œuvre des plans encore plus drastiques. Cette stratégie a brisé la reprise qui s'esquissait en 2010 (où le taux de croissance avait été de 2,2 % en glissement annuel). La zone a connu ensuite deux années de croissance négative. L'impact dépressif de ces politiques restrictives aurait été de l'ordre de 8 % du PIB de la zone euro, mais de 16 % pour l'Espagne et le Portugal, 30 % pour la Grèce, ce qui a réduit fortement l'amélioration du solde public. Les ratios dette publique/PIB n'ont guère été réduits, en raison de la chute de la production.

En 2011-13, la demande restait nettement insuffisante dans la zone euro. Les pays du Nord, qui avaient des marges de manœuvre, auraient dû entreprendre des politiques expansionnistes pour compenser les politiques restrictives des pays du Sud. Des programmes européens d'investissements écologiques ou de soutien à la reconversion industrielle auraient dû être lancés. Tant que l'économie européenne ne se rapprochait pas à une vitesse satisfaisante du plein emploi, la politique budgétaire ne devait pas être globalement restrictive.

Les stratégies de sortie de la crise budgétaire peuvent-elles faire l'impasse sur les causes de la crise économique ? La crise est due à des stratégies de croissance basées sur la pression sur les salaires et les revenus sociaux, la baisse de la demande étant compensée par des gains de compétitivité pour les pays néo-mercantilistes, par des bulles financières et immobilières et la croissance de l'endettement des ménages dans les pays anglo-saxons et les pays du Sud. La faillite de ces stratégies a obligé les déficits publics à prendre le relais comme support de la croissance. Réduire ces déficits ne peut se faire qu'après avoir défini une autre stratégie de croissance qui devrait s'appuyer sur la distribution de salaires et de revenus sociaux, comme sur une nouvelle politique industrielle, organisant et finançant le tournant vers une économie durable. Les difficultés des finances publiques avant la crise proviennent aussi des poli-

tiques de concurrence fiscale. La restauration des finances publiques doit passer par la lutte contre l'évasion et l'optimisation fiscales, contre les paradis fiscaux, par l'augmentation des impôts sur les firmes multinationales, sur les revenus et sur les patrimoines les plus élevés.

## 2. Un certain fédéralisme ?

### 2.1. Le Traité budgétaire

Bien que la hausse des déficits publics soit une conséquence et non la cause de la crise, la Commission maintient que la crise s'explique par l'indiscipline des politiques budgétaires que le Traité budgétaire, ratifié le 2 mars 2012, est censé éradiquer.

Celui-ci impose aux pays membres de converger vers un solde structurel inférieur à 0,5 % du PIB, selon un calendrier proposé par la Commission. Mais ce chiffre n'a aucune justification économique. L'évaluation du solde structurel est plus que problématique, particulièrement dans les périodes de forts chocs macroéconomiques. Ce sont les chiffres de la Commission qui devront obligatoirement être utilisés. Or ceux-ci sont constamment révisés ; ils toujours proches de la production effective, puisque la Commission considère comme structurelles les baisses de la productivité et du stock de capital durant une récession : ainsi, la sous-estimation du déficit conjoncturel obligera-t-elle à faire des politiques contra-cycliques.

L'objectif de déficit structurel pourra être abaissé à 1 % si la dette est en dessous de 60 % du PIB. Un pays qui a en moyenne une croissance de 1,75 % l'an, une inflation de 1,75 % et un déficit public de 1 % du PIB, voit théoriquement sa dette converger vers 28,6 % du PIB. Mais rien ne garantit que l'équilibre macroéconomique puisse être assuré avec ces valeurs posées *a priori*.

Un pays soumis à une procédure de déficit excessif devra soumettre son budget et un programme de réformes structurelles à la Commission et au Conseil, qui devront l'approuver et pourront en suivre la mise en place (article 5). Cet article est une nouvelle arme pour imposer des réformes libérales. Les propositions de la Commission seront automatiquement adoptées sauf si se dégage contre elles une majorité qualifiée, le pays en question ne votant

pas (article 7). Ainsi, en pratique, la Commission aura-t-elle toujours le dernier mot.

La Traité interdit toutes les politiques budgétaires discrétionnaires. Or celles-ci sont indispensables pour permettre une stabilisation macroéconomique satisfaisante. Selon le Traité, chaque pays doit prendre isolément des mesures de *consolidation* budgétaire sans tenir compte de sa situation conjoncturelle et des politiques des autres pays. Malgré l'expérience des années 2008-13, le Traité maintient l'hypothèse implicite que les politiques restrictives n'ont pas d'impact sur l'activité. Il n'y est pas question d'une véritable coordination des politiques économiques, c'est-à-dire d'une stratégie économique utilisant la politique monétaire, les politiques budgétaires, fiscales, sociales et salariales pour rapprocher les pays du plein emploi et réduire les déséquilibres entre pays.

## 2.2. Améliorer la coordination des politiques économiques

Depuis 2011, a été instauré un premier « semestre européen », durant lequel les États membres présentent leur politique budgétaire, ainsi que leurs projets de réformes structurelles, à la Commission et au Conseil européen, qui donnent leur avis avant le vote des parlements nationaux, au second semestre. Le risque de ce semestre est d'augmenter les pressions sur chaque pays en faveur de politiques d'austérité budgétaire et de réformes libérales. Ni en 2012, 2013 ou 2014, n'ont été proposés des plans concertés pour réduire les déséquilibres entre les pays membres et pour soutenir la croissance.

Les Six-Directives permettent à la Commission de surveiller les déséquilibres macroéconomiques excessifs de chaque pays en suivant un tableau de bord des variables pertinentes (compétitivité, déficit extérieur, dettes publiques et privées, chômage). Une procédure de déséquilibres macroéconomiques excessifs (PDM) a été mise en place. Jusqu'à présent, la Commission ne préconise pas de stratégies coordonnées pour lutter contre les déséquilibres, de sorte qu'elle joue plutôt les mouches du coche, signalant à chaque pays ses problèmes.

### 2.3. Une solidarité financière très conditionnelle...

Le Mécanisme européen de stabilité, mis en place en octobre 2012, introduit certes une certaine solidarité financière entre les pays membres, mais celle-ci est limitée et très chèrement payée. Pour bénéficier du MES, les pays devront avoir adhéré au Pacte budgétaire et l'avoir respecté. L'aide sera conditionnelle : un pays pour être aidé devra s'engager à respecter un plan d'ajustement drastique imposé par la troïka et donc perdre toute autonomie budgétaire et accepter une longue période d'austérité. L'exemple grec montre bien que ce type de plan ne permet pas de sortir de la crise. Les émissions d'obligations publiques des pays de la zone devront dorénavant comporter une clause d'action collective, c'est-à-dire qu'en cas d'insolvabilité, proclamée par la Commission et le FMI, le pays pourra négocier avec ses créanciers une modification des conditions de paiement, l'accord s'appliquant à tous si une majorité qualifiée de créanciers l'accepte. Les dettes des pays de la zone euro deviendront spéculatives comme celles des pays en développement ; leurs taux d'intérêt seront plus élevés, plus volatils, moins contrôlables. Fallait-il construire la zone euro pour en arriver là ?

Le 6 septembre 2012, la BCE avait annoncé un programme d'achats sur le marché secondaire de bons de court terme, des pays en difficulté (OMT). En ne mettant pas de limite à ses interventions, la BCE a rassuré les marchés sur les risques de défaut. Elle a brisé les anticipations auto-réalisatrices, de sorte qu'elle n'a pas eu besoin d'intervenir. En sens inverse, la BCE a pu imposer ses vues quant à la stratégie économique à suivre, réclamer des réformes structurelles des marchés du travail et des biens, exiger le strict respect des objectifs de solde public, malgré la récession. Bien que l'OMT n'ait pas effectivement été mis en action, son existence a suffi pour réduire fortement les écarts de taux d'intérêt. Mais ce répit demeure fragile. En février 2014, la Cour de Karlsruhe a déféré l'OMT devant la Cour de justice de l'Union européenne, le jugeant non conforme à la Constitution européenne, et se réservant le droit de la déclarer non conforme à la constitution allemande, puisqu'il pourrait obliger l'Allemagne à s'engager dans des dépenses non votées par son parlement. La zone euro reste sous la menace d'un retour de la défiance sur les marchés financiers, à la suite de résultats des élections ou de la mise à jour de déséquilibres



économiques, budgétaires ou bancaires. C'est un château de cartes, plutôt qu'un édifice solide.

#### **2.4. Vers une union économique et monétaire véritable et approfondie ?**

En novembre 2012, la Commission a proposé des pas importants vers le fédéralisme (Commission européenne, 2012) :

- « Toutes les grandes mesures économiques et budgétaires prises par un État membre devront faire l'objet d'un processus approfondi de coordination, d'approbation et de surveillance à l'échelle de l'UE ». La possibilité des divergences de stratégie économique ou sociale est oubliée ;
- La nécessité d'un renforcement de la discipline budgétaire est réaffirmée. En même temps, est affirmée la nécessité d'une coordination *ex ante* des politiques budgétaires. Mais, après le Traité budgétaire, que reste-t-il à coordonner puisque les politiques budgétaires ont été mises en pilotage automatique ?
- Il est envisagé de doter l'UEM d'un *instrument de convergence et de compétitivité*, ceci dans le cadre de l'équilibre budgétaire. Un pays signerait un accord avec l'UE, s'engagerait à faire des réformes structurelles et aurait une récompense financière, à la charge des autres États membres. Peut-on imaginer de subventionner un pays pour qu'il abandonne son salaire minimum ou son système public de retraite ?
- Il est envisagé de créer un fonds d'amortissement de la dette avec une stricte conditionnalité, en s'inspirant du projet allemand d'un fond de rédemption (Doluca *et al.*, 2012) : chaque pays devrait s'engager strictement à rembourser chaque année une partie de sa dette supérieure à 60 % du PIB de façon à la ramener en dessous de ce niveau en 25 ans ; en échange de cet engagement, la partie de sa dette supérieure à 60 % du PIB serait collectivement garantie. Mais ce projet suppose une nouvelle accentuation du caractère récessif de la politique budgétaire, dont il n'analyse pas les conséquences sur l'activité, le déficit et la dette. Il suppose que la politique budgétaire puisse être automatique, uniquement consacrée à l'objectif de désendettement.

- La possibilité d'émettre des euro-obligations garanties par l'ensemble des États membres comme celle de la garantie des dettes publiques par la BCE n'ont pas été retenues. Elles se heurtent au refus de l'Allemagne de prendre des engagements non limités et non conditionnés. Mais comment renforcer l'euro sans ce type d'engagement ?

Trois questions demeurent :

1. Faut-il renforcer les pouvoirs des institutions européennes, telles qu'elles fonctionnent actuellement ? tant qu'il n'y a aucune garantie qu'elles puissent fonctionner de façon plus démocratique ? tant qu'elles n'adoptent pas une stratégie de croissance ? tant qu'elles se polarisent sur des normes absurdes de finances publiques, les réformes structurelles libérales, la baisse des dépenses publiques ?
2. Peut-on imaginer que toutes les décisions importantes en matière économique et sociale soient prises au niveau européen, par la Commission ou le Conseil, sans tenir compte des votes et des débats nationaux ?
3. Peut-on imaginer un pouvoir fédéral capable de prendre en compte les spécificités nationales dans une Europe composée de pays hétérogènes ? Faut-il imaginer une politique similaire appliquée à des pays différents ? ou des politiques différentes mises en place de façon centralisée ?

Certains estiment que la zone euro pourrait mettre en place des mécanismes de stabilisation conjoncturelle gérés globalement (Commission européenne, 2013), mais c'est illusoire quand la Commission minimise l'écart de production et interdit les politiques discrétionnaires. Certains proposent l'unification des systèmes d'indemnisation du chômage, mais ceux-ci, souvent gérés par les partenaires sociaux, sont actuellement très différents ; l'unification, sous l'égide européenne, risque de se faire vers le bas ; un pays qui estime avoir fait des efforts pour réduire son taux de chômage refusera de payer pour un pays à fort taux de chômage, qu'il accusera de n'avoir pas entrepris les efforts nécessaires. Certains (Enderlein *et al.*, 2013) veulent baser des transferts entre pays sur les différentiels d'écarts de production, en oubliant qu'il s'agit d'un concept flou, dont la mesure est contestable et variable. Les pays membres n'ont pas besoin de fédéralisme budgétaire, mais

de retrouver la possibilité de mener une politique budgétaire stabilisatrice.

Obtenir dans chaque pays un équilibre macroéconomique avec un solde public nul suppose que l'épargne du secteur privé ait une contrepartie en excédent extérieur (le modèle allemand). Ceci suppose que le reste du monde veuille bien absorber les excédents de l'Europe, mais aussi que les pays du Sud regagnent fortement en compétitivité. Ceci implique une longue période de stagnation de baisse des salaires suivie d'un rebond de l'investissement. Ce scénario est peu probable si la baisse des salaires déprime à ce point l'activité que les profits ne s'améliorent guère, que l'investissement reste déprimé par le bas niveau de la demande interne. La cure d'austérité est plutôt de nature à briser complètement le dynamisme économique et social de ces pays.

### 3. Une nouvelle organisation de la politique économique ?

La zone euro doit choisir : compter sur les marchés pour instaurer la discipline budgétaire ou mettre en place des institutions pour rétablir l'unité des dettes publiques. La première solution a le défaut de maintenir pendant un temps indéterminé les écarts de taux d'intérêt en Europe et de faire jouer un rôle disproportionné aux opinions des marchés financiers. La deuxième solution suppose résolue une question préalable : selon quel critère, jusqu'à quel niveau, la dette publique d'un pays doit être garantie par ses partenaires ? Plusieurs projets n'ont pas choisi entre les deux organisations (voir Gros et Mayer, 2010, Palley, 2011, De Grauwe, 2012, Schulmeister, 2013).

La solution la plus simple consisterait à créer une agence européenne de la dette (AED) qui émettrait une dette commune à tous les pays de la zone. Cette dette, considérée comme sans risque par les marchés financiers, très liquide, pourrait être émise à de très bas taux. Mais le conseil de l'AED contrôlerait les politiques budgétaires nationales et aurait le droit de refuser de financer les pays *trop laxistes*, qui devraient alors avoir recours au marché. L'AED aggraverait les problèmes du Pacte de stabilité. Selon quels critères son conseil jugerait-il ? Quelle serait sa légitimité démocratique et économique ? Comment déciderait-il qu'un déficit est trop important si le pays membre estime que le déficit est nécessaire au

soutien de l'activité (comme l'Allemagne et la France en 2002-05) ou pour sauver ses banques ? Aurait-il des règles rigides (un pays a droit à des prêts de l'AED à hauteur de 60 % de son PIB) ou souples ? L'AED ne bénéficierait pas aux pays vertueux (qui n'ont pas de difficultés à se financer), ni aux pays en difficulté, que l'AED refuserait de financer et qui devraient émettre de la dette nationale, sans garantie européenne, sans possibilité de financement par la BCE, ce qui en ferait un actif risqué, à fort taux d'intérêt. Ces pays seraient à la merci des marchés financiers. L'AED n'a de sens que si elle finance toutes les dettes publiques, mais que faire alors contre les pays laxistes ?

Delpla et von Weizsäcker (2010) ont proposé de créer une « dette bleue, collectivement émise et garantie, limitée pour chaque pays à 60 % de son PIB ». Chaque pays pourrait, de plus, émettre une dette rouge sous sa propre responsabilité, donc à un taux d'intérêt élevé. Ainsi, l'émission de dette publique au-delà de 60 % du PIB serait-elle fortement découragée. Cette proposition est pratiquement identique à celle de l'AED et pose les mêmes problèmes. Le niveau de 60 % est arbitraire et ne tient compte ni des exigences de la régulation conjoncturelle, ni du désir des institutions financières de détenir de la dette publique. D'ailleurs, ce niveau est actuellement dépassé par 10 des 12 membres originels de la zone euro (tous sauf le Luxembourg et la Finlande). L'écart entre le taux sur la dette bleue et la dette rouge permettrait aux marchés financiers de spéculer en permanence.

### 3.1. Les contradictions de la monnaie unique

Le système qui a fonctionné jusqu'en 1999 est l'unité entre l'État, la Banque centrale et les banques commerciales. La Banque centrale est le prêteur en dernier ressort de l'État et des banques. L'État peut émettre une dette publique, sans limite. Cette dette, considérée sans risque, bénéficie donc du prix du marché le plus bas possible. Certes, cette unité a été remise en cause par l'indépendance de la Banque centrale, qui a ouvert la possibilité d'un conflit avec l'État. On a pu imaginer des situations de conflits entre la Banque centrale (soucieuse de maintenir une faible inflation) et le gouvernement (soucieux de soutenir l'activité ou de financer des dépenses spécifiques) qui auraient rendu insoutenables les finances

publiques (Sterdyniak *et al.*, 1994). Mais ces situations n'ont pas dégénéré avant 2007.

La création de la zone euro a abouti à une structure difficilement gérable. D'un côté, le fait que les pays perdent le contrôle de leur taux d'intérêt et de leur taux de change rend plus nécessaire une politique budgétaire active. S'y ajoute que, depuis 1973 et pire depuis 2007, l'équilibre macroéconomique nécessite un certain déficit public et une certaine dette publique. De l'autre, en monnaie unique, les déséquilibres macroéconomiques d'un pays a des effets sur ses partenaires : il faut éviter les déficits (et excédents) excessifs. Mais comment les définir ? Enfin, le poids des marchés financiers rend indispensable que les dettes publiques redeviennent des actifs sans risque, alors même que les pays du Nord refusent d'accorder une garantie sans limite à leurs partenaires.

Il faut donc reprendre les dispositifs mis en place depuis 2010, mais en en modifiant tant les modalités que les finalités, ce qui rend nécessaires des changements institutionnels. Les pays de la zone euro doivent redevenir capables d'émettre une dette publique sans risque, dont le taux d'intérêt doit être contrôlé par la BCE. Ils doivent pouvoir avoir un déficit public conforme au besoin de leur stabilisation macroéconomique. La garantie mutuelle des dettes publiques doit être totale pour les pays qui acceptent de soumettre leur politique économique à un processus de coordination.

Cette coordination doit passer par un processus de négociation entre pays. Elle doit avoir pour but la croissance et le plein emploi ; elle doit examiner l'ensemble des variables macroéconomiques ; les pays doivent présenter une stratégie de politique économique permettant de respecter l'objectif d'inflation (du moins de rester dans une certaine borne autour de l'objectif commun), de respecter un objectif d'évolution salariale (à moyen terme, les salaires doivent augmenter comme la productivité du travail ; à court terme, des processus d'ajustement doivent être prévus pour les pays où les salaires ont trop ou pas assez augmenté ; la hausse ou la baisse des cotisations sociales peuvent être utilisées pour faciliter le processus d'ajustement). Les pays doivent présenter et négocier leurs objectifs de balance courante ; les pays ayant au départ des objectifs de forts excédents doivent accepter de les réduire ou de financer explicitement des projets, de préférence industriels, dans les pays déficitaires. Le processus doit aboutir à un accord sur une

stratégie coordonnée, mais différenciée : les déficits publics résultant de ce processus doivent être financés par une dette garantie par l'ensemble des pays de la zone. Le Traité doit maintenir un dispositif prévoyant le cas où la négociation n'aboutit pas ; dans ce cas, la nouvelle dette des pays hors accord ne serait plus garantie ; mais ce cas ne doit jamais survenir.

Il faut revoir les règles du MES qui doit garantir sans limite les dettes publiques des pays membres, sauf refus de prendre en charge des dettes émises, une année donnée, des pays s'écartant de la politique concertée. Le MES doit avoir un accès sans limite au refinancement de la BCE.

Dans ce contexte, la BCE pourra se donner comme objectif de maintenir les taux d'intérêt à long terme à de bas niveaux, inférieurs au taux de croissance de la zone. La zone euro a besoin de retrouver les 10 points d'activité perdus du fait de la crise. Ceci rendrait soutenables les déficits et les dettes publics des pays de la zone. Renoncer à cet objectif signifie accepter le maintien du chômage de masse en Europe. Les instances européennes devraient élaborer un scénario cohérent de sortie de crise, basé sur la reprise de la demande, de la consommation comme des dépenses publiques, sur l'impulsion des investissements porteurs d'avenir s'inscrivant dans la transition écologique, sur la résorption coordonnée des déséquilibres actuels.

La survie de la zone euro suppose que le projet européen redevenue populaire, donc porteur de croissance, de progrès sociaux et de solidarité. Ce n'est qu'à cette condition que des progrès institutionnels pourraient être réalisés.

### Références bibliographiques

- Commission Européenne, 2012, *A Blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European debate*. COM (2012) 777/2.
- Commission Européenne, 2013, *Paper on Automatic Stabilisers*, DG Employment, Social Affairs and Inclusion, 04 octobre.
- Delpla J. et J. von Weizsäcker, 2010, « The blue bond proposal », *Bruegel Policy Brief*, mai.
- De Grauwe P., 2012, « A fragile Eurozone in Search of a Better Governance », *The Economic and Social Review*, 43(1).

- Deroose S., S. Langedijk et W. Roeger, 2004, « Reviewing Adjustment Dynamics in EMU: From Overheating to Overcooling », *Economic Papers*, 198, European Commission.
- Doluca H., H. Malte, R. Dominik et B. Weigert, 2012, « The European Redemption Pact: Implementation and Macroeconomic Effects », *Inter-economics*, 47(4).
- Enderlein H., L. Guttenberg et J. Spiess, 2013, « Blueprint for a Cyclical Shock Insurance in the euro area », *Studies and Reports*, 100, Notre Europe – Institut Jacques Delors.
- Gros D. et T. Mayer, 2010, « Towards a Euro(pean) Monetary Fund », *CEPS Policy Brief*, 202.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2007, « Comment expliquer les disparités économiques dans l'UEM ? », *Revue de l'OFCE*, 102.
- Mathieu C. et H. Sterdyniak, 2009, « La globalisation financière en crise », *Revue de l'OFCE*, 110.
- Palley T., 2011, « Monetary Union Stability: The Need for a Government Banker and the Case for a European Public Finance Authority », *IMK Working Paper*, février.
- Schulmeister S., 2013, « The European Monetary Fund », *Revue de l'OFCE*, 127.
- Sterdyniak H., P. Villa et F. Capoen, 1994, « Indépendance des banques centrales, politiques monétaire et budgétaire : une approche stratégique », *Revue de l'OFCE*, 50.

