

La nouvelle architecture de la zone euro

Analyse et perspectives

La crise de la zone euro n'est pas terminée. Pour réduire le risque de nouvelles tensions, les pays créanciers de la zone euro devraient accepter de renforcer le soutien financier aux pays en difficultés. En parallèle, les pays de la zone euro devraient adopter un pacte de compétitivité pour renforcer la convergence des performances économiques et l'intégration politique au sein de la zone euro. Un pacte édulcoré qui n'aboutirait pas à des réformes au niveau national ne serait pas plus efficace que la Stratégie de Lisbonne. Une union monétaire au sein de laquelle les politiques économiques, fiscales et sociales ne sont décidées qu'au niveau national est un projet qui risque de mal se terminer.

Bernard Delbecque¹

La zone euro traverse actuellement une crise sans précédent qui a semé le doute sur son avenir. Pour garantir la pérennité de la zone euro à long terme, un groupe de travail piloté par le Président du Conseil européen, Herman Van Rompuy, a préparé des recommandations pour renforcer l'architecture de la zone euro.² Le but de ce numéro de *Regards économiques* est d'analyser ces propositions et d'apprécier dans quelle mesure leur mise en œuvre permettra de sauver la zone euro. Cette analyse se fonde sur une évaluation des coûts et bénéfices liés à la participation à la zone euro, ainsi que sur la littérature qui traite des conditions de réussite d'une union monétaire.

L'article est divisé en quatre parties. La première section se penche sur les origines de la crise et résume pourquoi les fondations de la zone euro présentaient des failles importantes. La deuxième section analyse les propositions concrètes qui ont été retenues par le «groupe de travail Van Rompuy». Les deux sections suivantes analysent les risques qui continuent à peser sur la zone euro à la fois à court et à moyen termes; elles présentent également des solutions possibles pour les écarter. La dernière section résume les principales recommandations de cet article.

1. Les origines de la crise de la zone euro

Le but de cette section est de montrer que la crise de la zone euro n'a pas été causée par des déficits budgétaires excessifs mais par un excès de confiance dans l'architecture de la zone euro et l'efficacité du Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC).

¹ L'auteur remercie vivement Muriel Dejemeppe et Vincent Bodart pour leur relecture attentive du texte. Les vues exprimées dans cet article n'engagent toutefois que leur auteur.

² Le groupe de travail Van Rompuy rassemblait les ministres des finances des Vingt-Sept, le Commissaire européen en charge des affaires économiques et monétaires, le Président de la Banque centrale européenne, et le président de l'Eurogroupe qui rassemble les ministres des finances de la zone euro.

1.1. Le Pacte de stabilité et de croissance a joué un rôle utile

Le PSC a aidé la zone euro dans son ensemble à maintenir le déficit public dans la limite de la valeur de référence de 3 % du PIB de 1999 à 2008. En 2009, le déficit a plongé à 6,3 % du PIB, non pas pour des raisons de laxisme budgétaire mais à cause de la crise économique. Depuis 2002 la zone euro dans son ensemble présente un déficit public inférieur à celui des Etats-Unis (voir Figure 1). Entre 1999 et 2007, la dette publique est passée de 72 à 66 % du PIB. C'est un résultat qui traduit une bonne maîtrise des finances publiques dans la plupart des pays membres de la zone euro. Depuis 2008, le taux d'endettement public tend à augmenter à cause de la crise économique et des opérations de sauvetage du secteur bancaire européen. Le dérapage a été toutefois plus prononcé aux Etats-Unis (voir Figure 2).

En ce qui concerne le déficit structurel, c'est-à-dire le déficit qui aurait été observé si le PIB était resté égal à son potentiel, les résultats sont partagés. Entre 1999 et 2003, le déficit structurel s'est aggravé principalement à cause de la chute brutale de la croissance économique en 2001-2002 (voir Figure 3). Cette évolution amena la Commission européenne à lancer une procédure de déficit excessif contre la France et l'Allemagne. Le refus des gouvernements allemands et français de s'incliner déboucha sur un conflit qui faillit plonger la zone euro dans une crise institutionnelle. Les dirigeants européens finirent par surmonter leurs différends

Figure 1. Déficit budgétaire (en % du PIB)

Source : FMI.

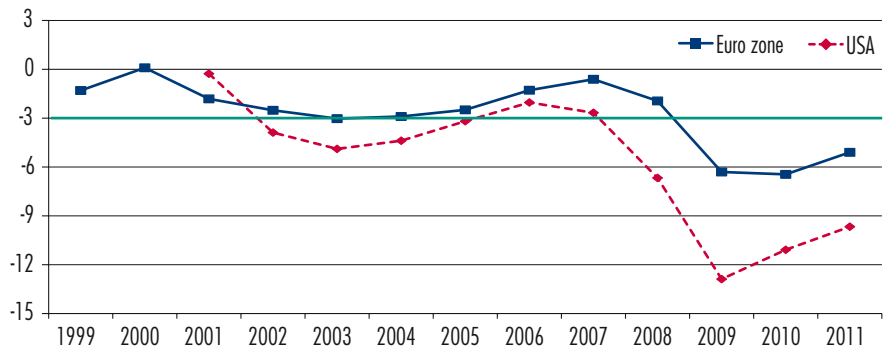


Figure 2. Taux d'endettement public (en % du PIB)

Source : FMI.

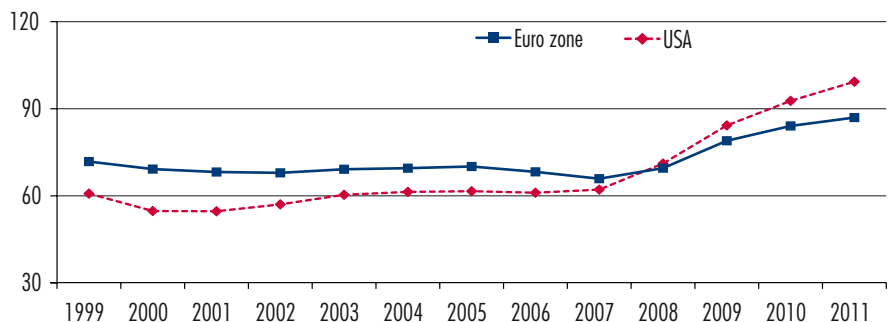
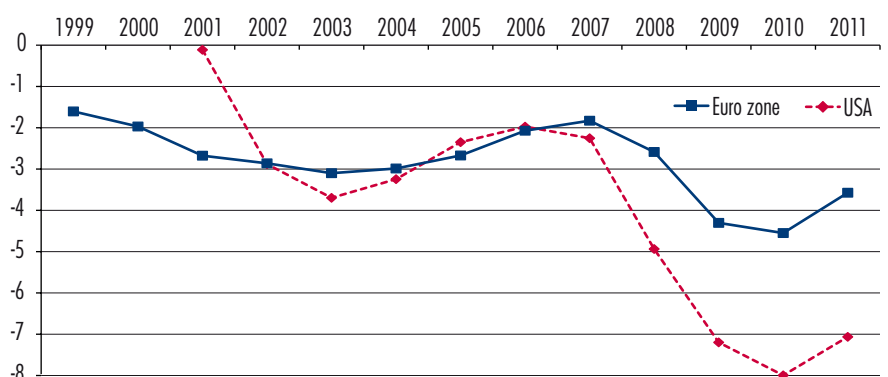


Figure 3. Déficit structurel (en % du PIB potentiel)

Source : FMI.



... Le Pacte de stabilité et de croissance a joué un rôle utile

et décidèrent de clarifier certaines règles du PSC. Cette réforme confirma notamment que l'objectif à atteindre à moyen terme – une position budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent – devait être compris en terme structurel.

Certains observateurs ont craint que la réforme du PSC représentait un affaiblissement du PSC qui portait en lui les germes d'un relâchement futur de la discipline budgétaire en Europe. En réalité, le déficit budgétaire s'est amélioré entre 2003 et 2007, à la fois en termes nominaux et structurels. Et le taux d'endettement s'est également replié, certes de manière modeste mais néanmoins claire. Ces développements positifs encouragèrent la Commission européenne de proposer un plan de relance européen en novembre 2008 en vue d'atténuer la gravité de la récession. Ces mesures, ainsi que l'impact direct de la crise sur les recettes et dépenses publiques, entraînèrent une forte augmentation du déficit des pays de la zone euro en 2009. Il est toutefois admis que ce n'est pas ce développement qui a provoqué la crise de la zone euro. Les origines de la crise se situent ailleurs.

1.2. Les failles de l'architecture de la zone euro

La découverte d'un déficit budgétaire hors norme en Grèce constitua l'élément déclencheur de la crise. Les marchés se mirent à douter de la capacité de la Grèce de réduire son déficit et de rembourser sa dette. La Commission européenne aurait dû détecter le dérapage des finances publiques grecques bien avant qu'il ne prenne des proportions catastrophiques. Malheureusement, des artifices comptables et des mensonges ont réussi à déjouer les mécanismes de surveillance en place. Quand la vérité est apparue sur l'ampleur du déficit grec, il était trop tard pour que la Grèce puisse s'en sortir sans le soutien de ses partenaires européens.

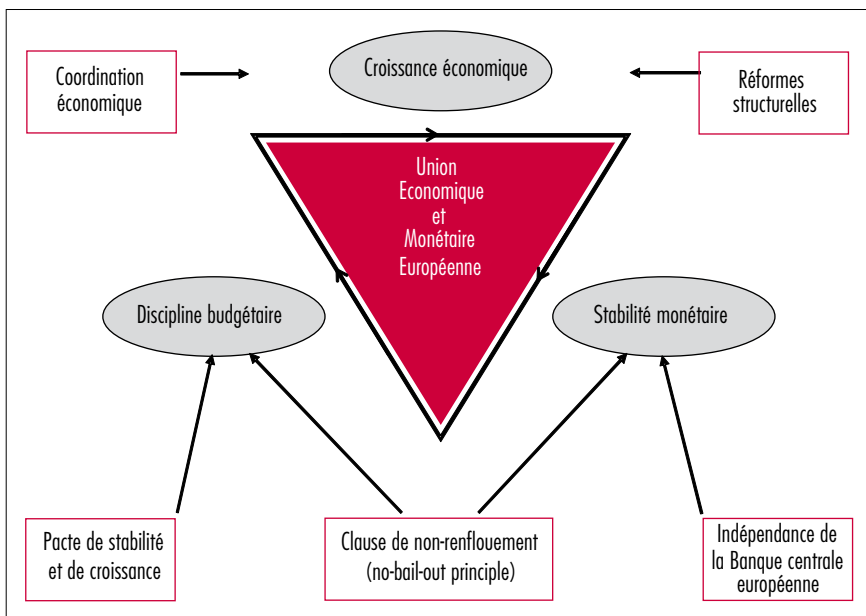
La crise grecque a révélé des failles dans l'architecture de la zone euro. Les architectes de la zone euro ont été trop optimistes sur les conditions de son bon fonctionnement. Ils ont pensé que la stabilité des prix et la discipline budgétaire soutiendraient la croissance économique et, par conséquent, la pérennité de la zone euro. Et ils ont estimé qu'il suffisait d'asseoir ce triangle magique (croissance économique, discipline budgétaire et stabilité monétaire) sur trois piliers fondamentaux – le PSC, la clause de non renflouement³ et l'indépendance de la Banque Centrale Européenne (BCE) – pour garantir la réalisation de ces objectifs (voir schéma 1). Cette vision et l'introduction réussie de l'euro ont assoupi la vigilance des responsables européens, et contribué à plusieurs erreurs de jugement :

- La mise en œuvre d'une politique monétaire européenne unique a créé l'impression que les **différentiels de taux d'inflation** reflétaient des ajustements de taux de change réel plutôt que des dérapages macroéconomiques.
- Les **déficits extérieurs courants élevés** de l'Espagne n'ont pas inquiété les responsables européens étant donné que l'un des objectifs de l'Union monétaire était de renforcer le marché intérieur et de favoriser les mouvements de capitaux au sein de la zone euro, notamment pour aider les pays membres à rattraper leur retard économique. Le fait que l'Espagne ait été un excellent élève sur le plan budgétaire a également contribué à mettre en veilleuse le système d'alarme de la zone euro.
- Le processus d'intégration financière qui a suivi l'introduction de l'euro a été considéré comme un effet positif de la monnaie unique et non pas comme une source de dangers potentiels. En l'absence d'un système européen de supervision, les risques liés aux **opérations transfrontalières des banques** européennes n'ont pas été appréciés correctement.

³ Cette clause signifie que ni les États membres, ni la Banque centrale européenne ne sont autorisés à remédier à l'insolvabilité de l'une des institutions du secteur public d'un des États membres de l'Union européenne.

- Les marchés financiers n’ont pas apprécié l’ampleur des dérapages macro-économiques apparus en Espagne et en Irlande, et les difficultés que ces pays éprouveraient pour corriger leurs déséquilibres. L’**excès de confiance des marchés financiers** aggrava ces déséquilibres en contribuant à réduire davantage les différentiels de taux d’intérêt de ces pays par rapport à l’Allemagne et à alimenter une bulle immobilière dans ces pays.

Schéma 1. Ancienne architecture de la zone euro



2. Les plans de la nouvelle architecture de la zone euro

La crise grecque et la contagion qui a touché l’Irlande, le Portugal et l’Espagne ont ébranlé les fondations de l’Union monétaire. Pressés par la volonté de défendre la zone euro, les dirigeants européens ont réagi avec force pour lancer un vaste chantier de reconstruction de la zone euro. Le but de cette section est de présenter les principales mesures qui devraient être prises pour renforcer la solidité de la zone euro.

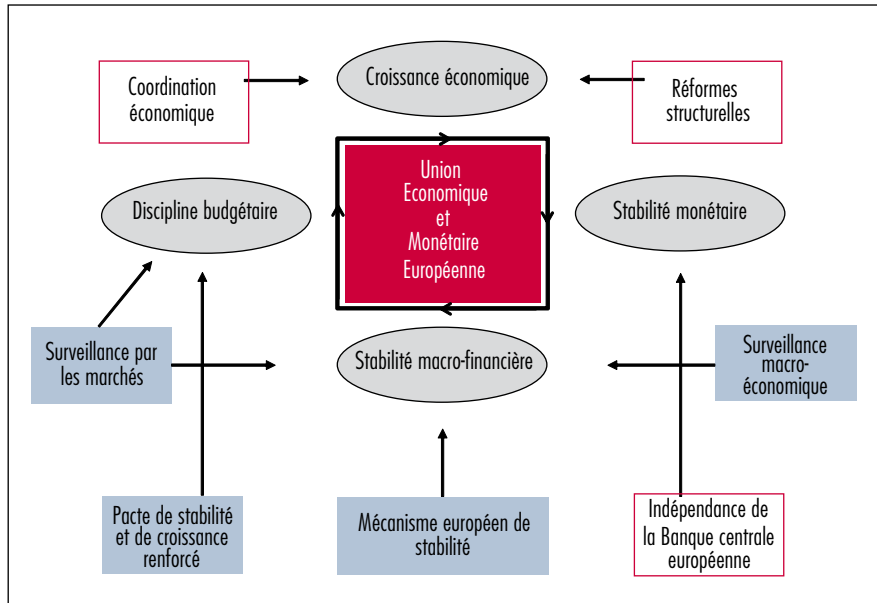
Le schéma 2 présente de manière synthétique la nouvelle architecture de la zone euro qui va se mettre en place plus ou moins rapidement.

Le triangle a été remplacé par un carré magique au centre du dispositif : parvenir à une croissance forte et durable grâce à la discipline budgétaire, la stabilité des prix et la stabilité macro-financière constitue désormais le nouveau socle d’objectifs à atteindre pour assurer le bon fonctionnement de l’Union monétaire. Les piliers destinés à faciliter la réalisation de ces objectifs sont désormais plus nombreux. Le nouveau dispositif s’appuie non seulement sur l’indépendance de la BCE et un PSC renforcé, mais également sur un mécanisme de surveillance macroéconomique et un mécanisme européen de stabilité. La surveillance des performances économiques des pays de la zone euro par les marchés financiers est également appelée à jouer un rôle important.

Pour l’essentiel, c’est le groupe de travail Van Rompuy qui a établi les plans de cette nouvelle architecture.⁴ Même si on ne dispose pas encore d’un cahier des charges complet et définitif, il ne fait aucun doute que la zone euro reposera bientôt sur des fondations plus solides, pour les raisons suivantes :

⁴ Voir http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/fr/ec/117428.pdf.

Schéma 2. Nouvelle architecture de la zone euro



... Les plans de la nouvelle architecture de la zone euro

- La **réforme proposée du PSC** vise à assurer une meilleure coordination des politiques budgétaires, à garantir une meilleure qualité des données statistiques, à conforter les règles et cadres budgétaires nationaux et à renforcer la surveillance du critère de dette publique. A cette fin, de nouvelles règles seront adoptées, notamment en vue de garantir un degré d'automaticité plus élevé des sanctions grâce à la règle de majorité inversée qui implique qu'une proposition de la Commission européenne sera adoptée sauf si elle est rejetée par le Conseil des ministres européens des finances. Ces nouvelles dispositions ont deux objectifs fondamentaux : d'une part, renforcer la crédibilité du PSC en cherchant à réduire le risque qu'un pays membre puisse cacher la vérité sur l'état de ses finances publiques, et d'autre part, renforcer l'efficacité du PSC en complétant le cadre existant pour assurer la réduction des déficits budgétaires dans la zone euro.
- La crise irlandaise et les difficultés de l'Espagne ont révélé la nécessité de doter la zone euro d'un **nouveau mécanisme de surveillance macroéconomique** afin de pouvoir réduire les écarts de compétitivité entre les pays membres. Les risques de déséquilibres seront évalués sur base d'un tableau de bord d'indicateurs et seuils d'alerte. La Commission européenne pourra adresser un avertissement précoce directement au pays membre concerné. Elle pourra aussi recommander au Conseil européen de déclarer le pays membre concerné en «situation de déséquilibre excessif», et proposer des sanctions en cas de non-respect des recommandations du Conseil. En proposant d'adopter ce mécanisme, le groupe de travail Van Rompuy a reconnu que le PSC constituait une base trop étroite pour assurer le bon fonctionnement de la zone euro.
- Le groupe de travail Van Rompuy a également proposé de créer un **mécanisme européen de stabilité**. Ce mécanisme remplacera la Facilité européenne de stabilité financière (FESF) qui a été créée en urgence en mai 2010 pour permettre à la zone euro de rassembler rapidement les ressources financières nécessaires pour venir en aide à un pays en difficulté. Un tel mécanisme est nécessaire pour pouvoir aider les pays membres confrontés à des difficultés de financement sur les marchés financiers.
- Au sein de la zone euro – nouvelle version – les pays membres seront aussi davantage surveillés par **les marchés financiers**. Ceux-ci se sont rendu compte que des déséquilibres graves pouvaient compromettre la stabilité financière de pays membres et se propager à l'ensemble de la zone euro, créant ainsi des incertitudes

... Les plans de la nouvelle architecture de la zone euro

sur la capacité de remboursement des dettes publiques. Par ailleurs, la proposition de mécanisme européen de stabilité prévoit que dans le cas de pays considérés comme insolubles, les créanciers du secteur privé devront accepter des réductions de créances afin d'aider ces pays à revenir à un niveau d'endettement supportable. Ce nouvel environnement devrait inciter les investisseurs à la prudence dans leur politique de prêt; il devrait aussi encourager les pays membres à éviter les déficits et déséquilibres excessifs.

3. Les risques à court terme et les solutions possibles

La mise en œuvre des propositions du groupe de travail Van Rompuy permettra de renforcer les fondations de la zone euro. Il existe toutefois une différence essentielle entre la zone euro d'aujourd'hui et celle qui a vu le jour en 1999. Il est désormais possible qu'un pays membre soit poussé vers la sortie et que la zone euro éclate suite à cet événement. Un tel scénario était inimaginable lors de l'introduction de l'euro. Aujourd'hui, on ne peut plus l'exclure. En effet, les déséquilibres budgétaires et macroéconomiques de plusieurs pays sont très importants et exigent une politique d'austérité et des réformes structurelles que les pays concernés devront poursuivre pendant des années. Dans ces conditions, il n'est pas acquis que les gouvernements concernés pourront tenir le cap sans provoquer des tensions sociales et politiques qui feraient dériver les programmes d'ajustement et stopperaient l'aide financière promise et attendue. Ces incertitudes alimentent les craintes des marchés financiers et retardent la sortie de la crise. Le but de cette section est d'évaluer les risques qui pèsent actuellement sur la zone euro en se fondant sur une évaluation des facteurs qui influencent la volonté des pays membres à rester dans la zone euro et à la défendre. Cette analyse débouche sur des solutions possibles pour réduire le risque d'éclatement de la zone euro à court terme.

3.1. Analyse coût-bénéfice d'une sortie de la zone euro pour un pays en difficulté

Une analyse rapide des bénéfices et des coûts potentiels d'une sortie éventuelle suggère qu'il n'est pas dans l'intérêt d'un pays membre d'abandonner l'euro. Une sortie de la zone euro permettrait au pays concerné de rétablir rapidement sa compétitivité et de récupérer le contrôle de la politique monétaire à des fins de stabilisation macroéconomique. Ces avantages relanceraient la croissance économique et faciliteraient ainsi l'assainissement budgétaire. Toutefois le prix à payer pour obtenir ces résultats serait très élevé.⁵ Les difficultés techniques à surmonter pour réintroduire une monnaie nationale seraient importantes. Les problèmes légaux liés à la redénomination des contrats, des dettes et des créances seraient également nombreux et complexes. La chute du taux de change et la hausse des taux d'intérêt risquent d'être très fortes et de provoquer des difficultés financières pour de nombreux ménages ainsi que des faillites d'entreprises et d'institutions financières. Enfin, il est probable que le pays qui déciderait de quitter la zone euro subirait des sanctions de la part des autres pays membres ainsi que des marchés financiers.⁶

3.2. Analyse coût-bénéfice du soutien financier aux pays en difficulté

La sortie d'un pays membre aurait des conséquences négatives importantes pour la zone dans son ensemble. La dépréciation des monnaies des pays quittant la zone euro pourrait entraîner la dislocation du marché unique et la dégénérescence du processus d'intégration européenne. Il est également probable que la dépréciation alourdirait considérablement le poids des dettes libellées en monnaies étrangères (dont l'euro) et compliquerait leur remboursement. Les pertes que pourraient subir ainsi les obligations détenues par les banques et les compagnies d'assurance sur

⁵ Voir Cliffe (2010) pour une évaluation des coûts de deux scénarios : une sortie de la Grèce et un éclatement de la zone euro.

⁶ Voir à ce sujet une analyse fouillée dans Eichengreen (2007).

... Analyse coût-bénéfice du soutien financier aux pays en difficulté

les pays quittant la zone euro, pourraient entraîner des faillites en cascade, à moins que les gouvernements ne décident de renflouer leurs institutions financières au prix d'une nouvelle hausse importante de leur dette publique.

L'aide financière aux pays en difficulté présente donc un bénéfice indéniable : éviter le pire pour la zone euro. Elle comporte toutefois des coûts importants :

- Il est difficile de faire accepter l'idée que l'aide financière apportée aux pays en difficulté doive être financée par les contribuables des autres pays. Cela implique notamment de convaincre ces contribuables qu'il est dans leur intérêt de payer pour les erreurs des pays en difficulté et les erreurs des banques de leurs pays.
- Une aide financière trop généreuse pourrait inciter les pays en difficulté à ne pas faire les efforts nécessaires pour réformer leurs économies en profondeur.⁷
- Une aide financière apparaît aux yeux de certains experts comme une violation de la clause de non-renflouement inscrite dans le Traité de Lisbonne.

Politiquement, ces coûts sont très importants, en particulier pour l'Allemagne qui est appelée à supporter la part la plus importante du coût potentiel des opérations de sauvetage de la zone euro. Cette situation explique les réticences de la chancelière allemande, Angela Merkel, d'augmenter le soutien financier à la zone euro sans contrepartie.

3.3. Solutions possibles pour sortir de la crise

En principe, tous les pays membres ont intérêt à éviter un éclatement de la zone euro. Par conséquent, plutôt de prendre le risque que la crise ne s'aggrave à nouveau, le Conseil européen devrait se mettre d'accord sur un renforcement du dispositif disponible aujourd'hui pour aider les pays en difficulté. Un bon accord permettrait en effet de rassurer les marchés financiers sur la volonté politique et la capacité technique de défendre l'intégrité de la zone euro. Ce résultat permettrait de relâcher la pression sur les pays membres et, par conséquent, de réduire les taux d'intérêt et de faciliter ainsi l'ajustement budgétaire. Parmi les mesures qui devraient être considérées, quatre pistes sont particulièrement importantes :⁸

- Les ressources de la FESF devraient être renforcées pour rassurer les marchés sur la volonté politique d'aider tous les pays de la zone euro qui pourraient connaître des difficultés. Il faudrait également permettre à la FESF de prêter à des taux d'intérêt moins élevés en suivant les mêmes critères que ceux appliqués par le Fonds monétaire international (FMI).
- Il faudrait soutenir les efforts d'ajustement des pays en difficulté en mettant en œuvre un plan de relance de la croissance économique dans ces pays, par exemple en assouplissant les règles de déboursement des fonds structurels et des fonds de cohésion européens.
- Les pays de la zone euro devraient résoudre les problèmes de solvabilité de leurs banques les plus fragiles par des mesures de restructuration et recapitalisation, financées en partie par des prises de participations dans le capital des banques concernées.
- Enfin, il conviendrait de réduire les dettes excessives par des mesures d'allègement du service de la dette des pays concernés. Tant que les pays en difficulté ne pourront pas convaincre les marchés que leurs programmes d'ajustement leur permettront de revenir à un niveau d'endettement supportable, ils continueront de devoir payer des primes de risque élevées.

⁷ Dans un article récent, Issing (2011) regrette que les conséquences d'une désintégration de la zone euro donnent aux pays membres très endettés l'opportunité de faire du chantage auprès des autres pays membres.

⁸ Voir notamment Buitier (2011), Delbecq (2010), Krugman (2011), Münchau (2011), Pisany-Ferri (2010).

4. Perspectives à moyen terme

La zone euro peut être sauvée à court terme. Cela ne signifie toutefois pas que sa pérennité est garantie à moyen terme. En effet, la zone euro continuera de souffrir d'un déficit d'intégration sur le plan économique, fiscal et politique. Par ailleurs, le choc démographique lié au vieillissement de la population testera à nouveau la solidité de la zone euro dans quelques années. Le but de cette section est d'analyser l'importance de ces problèmes et de proposer des solutions.

4.1. Un triple déficit d'intégration à surmonter

Déficit d'intégration économique

La zone euro ne constitue pas une zone monétaire optimale dans la mesure où le degré d'intégration économique des pays membres est limité, ce qui complique la politique monétaire européenne en cas de chocs asymétriques. La situation actuelle illustre les coûts de cette situation : la BCE pourrait être bientôt amenée à augmenter ses taux d'intérêt en réponse à la bonne santé économique de l'Allemagne et à la hausse du taux d'inflation moyen au sein de la zone euro alors que les perspectives de croissance restent moroses pour l'Espagne, le Portugal, l'Irlande et la Grèce. La théorie des zones monétaires optimales montre que les coûts liés à l'abandon d'une politique monétaire propre est une fonction décroissante du degré d'intégration économique des pays membres.⁹ Ce résultat s'explique notamment par le fait que plus l'intégration économique est élevée, plus les travailleurs réagiront à un ralentissement économique en cherchant un emploi dans d'autres pays. La théorie montre également que plus les économies sont diversifiées et les salaires sont flexibles, plus elles peuvent se passer d'une politique monétaire propre comme instrument de stabilisation des chocs macroéconomiques.

Les pays européens avaient conscience des risques pris en formant une union monétaire dans des conditions d'intégration économique insuffisante. Cette préoccupation se traduit par l'introduction des «grandes orientations de politiques économiques» (GOPE) qui constituent des lignes directrices adressées aux pays membres de l'Union européenne afin d'atteindre des objectifs communs. La crise irlandaise et les difficultés de l'Espagne ont révélé les limites de l'efficacité des GOPE. Partant de ce constat, le groupe de travail Van Rompuy a proposé la mise en place d'un nouveau mécanisme de surveillance macroéconomique afin de permettre à la Commission européenne de détecter des déséquilibres excessifs, d'adresser des avertissements aux pays concernés, et de proposer des sanctions en cas de non-respect des recommandations.

Il ne faut pas sous-estimer les difficultés à surmonter pour que ce nouveau mécanisme de sanctions fonctionne correctement. En effet, il sera toujours difficile pour les pays de la zone euro de sanctionner un pays membre. Les discussions seront d'autant plus difficiles que l'analyse des déséquilibres macroéconomiques et des mesures correctrices est un exercice difficile. Les problèmes rencontrés par les pays du G20 à s'entendre sur des indicateurs de mesure des déséquilibres économiques mondiaux en disent long sur les obstacles à éviter de trop grandes divergences en la matière. Par ailleurs, permettre que des sanctions puissent s'imposer à un gouvernement reviendrait à accepter un transfert de souveraineté nationale vers une instance supérieure au niveau européen. Cette approche revêt une dimension éminemment politique qui n'a pas encore été tranchée par le Conseil européen. Par conséquent, il n'est pas assuré que le nouveau mécanisme de surveillance macroéconomique sera plus efficace que les GOPE comme instrument d'intégration économique.

⁹ La théorie des zones monétaires optimales s'est attachée à modéliser le calcul coût-bénéfice de l'appartenance à une union monétaire en comparant les effets négatifs du renoncement à une politique monétaire propre avec les avantages économiques associés à une monnaie unique. Mundell, McKinnon et Kenen ont été les principaux fondateurs de cette théorie.

... Un triple déficit d'intégration à surmonter

Déficit d'intégration fiscale

Une préoccupation qui taraude de nombreux économistes, notamment anglo-saxons, c'est l'absence d'un budget fédéral propre à la zone euro.¹⁰ La critique est bien connue : étant donné que la zone euro n'est pas une zone monétaire optimale, ses pays membres pourraient se retrouver à un moment ou à un autre fortement démuni pour affronter un ralentissement économique et une augmentation du chômage. Une façon de contourner ce problème serait de consolider la zone euro par une union fiscale afin d'assurer que les pays membres puissent compter sur des réductions d'impôts et de transferts positifs en période de faible croissance. Non seulement les Etats-Unis constituent davantage une zone monétaire optimale que les pays de la zone euro, mais en plus ils peuvent compter sur un budget central comme instrument de stabilisation macroéconomique.

Déficit d'intégration politique

Même si la crise de la zone euro a renforcé le rôle du Conseil européen comme organe de décision, l'intégration politique des pays de la zone euro reste limitée dans la mesure où le Conseil peut difficilement imposer ses visions en matière de politiques économiques. En effet, la règle de l'unanimité continue à prévaloir dans de nombreux domaines et limite les progrès possibles en matière d'harmonisation fiscale et sociale. Tant que ces obstacles ne seront pas soulevés, la zone euro restera une juxtaposition de pays dont les priorités sont dictées par les résultats des élections au niveau national. Tant que cette situation persistera, on ne pourra pas exclure qu'un blocage politique empêche de prendre les décisions nécessaires pour résoudre une crise.

4.2. Un choc démographique à prendre au sérieux

Il est établi que le vieillissement démographique va entraîner une augmentation sensible des dépenses publiques liées aux systèmes de pensions et de soins de santé. La meilleure politique budgétaire pour se préparer à ce choc consiste à réduire les déficits budgétaires d'une manière significative. Toutefois, lorsque le choc démographique produira ses effets les plus forts, il sera difficile d'exiger que les pays européens continuent à poursuivre un objectif d'équilibre budgétaire à moyen terme. Le choix de cette politique imposerait de prendre des mesures d'austérité budgétaire pendant une période trop longue. Cela signifie qu'il faudra accepter que les pays européens financent une partie du coût du vieillissement par une augmentation de leur déficit budgétaire. C'est d'ailleurs la perspective de dégager cette marge de financement qui devrait encourager les gouvernements à assainir leurs finances publiques en profondeur pendant les prochaines années.

En suivant cette logique, il paraît assuré qu'il faudra changer les critères de déficit budgétaire et de ratio d'endettement qui sont inscrits dans le PSC. Plutôt de mettre la tête dans le sable, il serait utile de préparer ce changement de cap sereinement. Sans réforme, les tensions politiques risquent fort de se déplacer de la périphérie vers le noyau dur de la zone euro. La Commission européenne est l'institution européenne la mieux placée pour ouvrir ce chantier de réforme le moment venu.

4.3. Pistes pour renforcer l'intégration de la zone euro

Un gouvernement fédéral

La solution idéale serait de transformer la zone euro en une union politique dotée d'un gouvernement central soutenu par une majorité au Parlement de la zone euro et gérant des responsabilités transférées du niveau national au niveau fédéral. Cette transformation de la zone euro permettrait de souder les pays de la zone euro au

¹⁰ Voir par exemple Eichengreen (1994).

**... Pistes pour renforcer
l'intégration de la zone euro**

sein d'une véritable union économique, monétaire et politique. Elle faciliterait l'adoption de mesures qui pourraient s'imposer à tous les pays membres en ayant une légitimité démocratique incontestable. Il n'est pas réaliste de penser que cette solution puisse être adoptée rapidement; la volonté politique et le soutien des populations pour aller dans cette direction paraissent insuffisants aujourd'hui.

Un budget fédéral

Les avis sont partagés sur le besoin de convertir la zone euro en une union monétaire et fiscale. Certains experts craignent que cette solution n'aboutisse à la création d'une «union de transferts». Dans un article récent, Jean Pisani-Ferry notait à ce sujet qu'«en Allemagne les transferts massifs ont échoué à revitaliser les nouveaux Länder, et que le maintien sous perfusion du Mezzogiorno italien n'est pas un exemple à suivre».¹¹ Dans la même ligne, Wolfgang Schäuble, le ministre fédéral allemand des finances, vient de rappeler que «l'UEM n'a pas pour objectif d'être une panacée pour les membres de la zone euro (...). Il n'était pas non plus prévu qu'il serve de système de redistribution des pays riches aux pays plus pauvres, par le biais de conditions d'emprunt meilleur marché pour les gouvernements, financées par des obligations de la zone euro ou des transferts fiscaux directs.»¹²

Ces objections suggèrent qu'il est illusoire d'imaginer compléter la zone euro par des mécanismes d'assistance structurelle aux pays en difficulté. Cela étant, il serait possible de progresser dans la direction d'une union fiscale tout en évitant de créer une «union de transferts». Une piste possible serait de créer un budget fédéral limité capable de servir d'outil de stabilisation macroéconomique conjoncturelle. Concrètement, il s'agirait de mettre en place un mécanisme qui permettrait que les pays ayant une croissance économique supérieure à la moyenne contribuent au financement d'un budget central afin que celui-ci puisse soulager les pays ayant une croissance plus faible. Si un tel mécanisme avait été mis en place au moment de la création de la zone euro, l'Allemagne aurait bénéficié de transferts favorables pendant de nombreuses années, tandis que l'Espagne et de l'Irlande auraient été des contributeurs nets au budget fédéral. Une piste complémentaire a été présentée par Dominique Strauss-Kahn, le Directeur général du FMI, dans un discours à Bruxelles dans lequel il a appelé de ses vœux l'adoption d'un budget central au niveau de la zone euro pour contribuer au financement de projets dans le domaine de l'infrastructure, de la recherche et de l'éducation et encourager les pays membres à entreprendre des réformes structurelles.¹³

Un pacte de compétitivité

La France et l'Allemagne ont proposé l'adoption d'un pacte de compétitivité destiné à harmoniser certaines règles sociales et fiscales. La liste des mesures posées sur la table comprend notamment l'inscription d'une limite des déficits publics dans les Constitutions nationales, la suppression des systèmes d'indexation automatique des salaires sur les prix, des objectifs communs en matière d'âge de départ à la retraite, et l'harmonisation de l'impôt sur les sociétés. La proposition franco-allemande a suscité de vives réserves, essentiellement parce que les mesures proposées ne font pas l'unanimité et parce que certains pays souhaitent continuer à mener leurs politiques économiques de manière indépendante, en fonction de leur situation économique propre et des préférences nationales.

Ces critiques ne sont pas suffisantes pour rejeter la proposition franco-allemande, pour les raisons suivantes :

¹¹ Voir Pisani-Ferry (2010).

¹² Voir Schäuble (2010).

¹³ Voir Strauss-Kahn (2010).

*... Pistes pour renforcer
l'intégration de la zone euro*

- La crise a montré les faiblesses d'une union monétaire caractérisée par des divergences importantes en matière de politiques économiques et sociales. Cette situation tend à provoquer à intervalles réguliers des écarts de croissance et de compétitivité entre pays membres, et à compliquer sérieusement la conduite de la politique monétaire commune. Même si le nouveau mécanisme de surveillance macroéconomique contribuera à une plus grande cohésion au sein de la zone euro, il serait utile de prendre des mesures préventives pour réduire le risque d'écarts de compétitivité entre les pays membres. De ce point de vue, la proposition de supprimer les systèmes d'indexation automatique des salaires et d'harmoniser l'impôt sur les sociétés mérite d'être examinée attentivement.
- Les pays membres de la zone doivent disposer d'une marge de manœuvre budgétaire suffisante pour pouvoir s'ajuster à des chocs asymétriques défavorables. En provoquant une hausse significative des niveaux de déficit et de taux d'endettement, la crise a réduit dangereusement cette marge de manœuvre. Sans réduction significative de leurs déficits budgétaires au cours des prochaines années, les pays de la zone euro les plus endettés connaîtront des problèmes de financement au moment où le vieillissement démographique mettra les finances publiques européennes sous pression. Si la zone euro devait traverser une récession au moment où le choc démographique produira ses effets les plus forts, ces problèmes menaceront à nouveau la zone euro. Dans ces conditions, la France et l'Allemagne ont eu raison d'engager un débat sur les mesures qui devraient être prises pour crédibiliser les engagements de discipline budgétaire et réduire l'impact du vieillissement démographique sur les finances publiques.
- La proposition franco-allemande dégage la voie pour renforcer la gouvernance de la zone euro. En effet, en acceptant de compléter leurs efforts de coordination et de surveillance multilatérale par l'engagement d'entreprendre des réformes précises au niveau national, les Chefs d'Etat et Gouvernement de la zone euro prouveraient leur capacité de prendre des décisions engageant leurs pays. Ils agiraient ainsi en véritable gouvernement économique de la zone euro.
- L'accord conclu entre la France et l'Allemagne sur le projet de pacte de compétitivité est historique. C'est la première fois que l'Allemagne s'engage franchement à mettre en œuvre une politique économique, fiscale et sociale au niveau européen, et que la France accepte de cautionner des objectifs aussi ambitieux en matière de discipline budgétaire et de réformes structurelles. Le fait que ces deux pays acceptent de renforcer ainsi l'intégration économique et politique au sein de la zone euro apporte une nouvelle indication que ces avancées sont nécessaires pour permettre à la zone euro de réussir pleinement.

Pour engranger le succès espéré, les pays membres de la zone euro devraient engager une réflexion approfondie sur les mesures qui devraient être reprises dans le pacte de compétitivité. Plutôt que de forcer la main à leurs partenaires, l'Allemagne et la France devraient accepter de prolonger les discussions en cours afin d'aboutir un bon accord. Par ailleurs, ces pays devraient refuser une solution de compromis qui n'aboutirait pas à des réformes au niveau national. Un pacte édulcoré ne serait pas plus efficace que la Stratégie de Lisbonne, et ne permettrait pas de réduire le risque d'éclatement de la zone euro à moyen terme.

5. Conclusion

La crise de la zone euro n'est pas encore terminée. Il existe toutefois un large consensus sur les mesures qui pourraient être prises pour accélérer la sortie de crise. Il est aussi largement reconnu que la mise en œuvre des mesures proposées par le groupe de travail Van Rompuy, telles que le mécanisme de surveillance macroéconomique et le mécanisme européen de stabilité, renforceront l'architecture de la zone euro. Ces mesures n'élimineront cependant pas complètement le risque

de nouvelles crises étant donné que la zone euro continuera à souffrir d'un déficit d'intégration économique, fiscale et politique. Sa stabilité sera également menacée le choc lié au vieillissement démographique mettra les finances publiques des pays membres sous pression.

La solution ultime pour garantir la pérennité de la zone euro serait de la doter d'un gouvernement central et d'un budget fédéral. A défaut, les pays de la zone euro devraient accepter d'adopter un «pacte de compétitivité» pour renforcer l'intégration économique et politique au sein de la zone euro.

Les pistes de réformes proposées dans cet article sont ambitieuses. Elles s'inscrivent dans une perspective qui est favorable à l'Union monétaire tout en étant sensible à la critique anglo-saxonne que l'avenir de la zone euro sera assuré complètement qu'elle sera devenue une zone monétaire optimale. Les dirigeants européens auraient tort de commettre une deuxième fois l'erreur de négliger cette critique.

Bernard Delbecque est professeur d'économie à l'UCL et directeur des études économiques à l'Efama.

*Bernard Delbecque
bernard.delbecque@efama.org
bernard.delbecque@uclouvain.be*

Références

- Buiter, Willen *et al.* (2011), «The debt of nations», Citi Global Economics View, 7 January 2011.
- Cliffe, Mark (2010), «EMU break up : quantifying the unthinkable», ING Global Economics, 7 July 2010.
- Delbecque, Bernard (2010), «La zone euro a besoin d'un Plan B», L'Echo, 1 Décembre 2010.
- Eichengreen, Barry (1994), «Fiscal Policy and EMU», in *The Political Economy of European Monetary Unification*, Barry Eichengreen and Jeffrey Frieden, eds, Boulder, Colorado: Westview Press.
- Eichengreen, Barry (2007), «The breakup of the euro area», University of California, Berkeley, draft, May 2007.
- Issing, Otmar (2011), «Moment of truth postponed», OMFIF Bulletin, January 2011.
- Krugman, Paul (2011), «Can Europe be saved?», The New York Times, 12 January 2011.
- Münchau, Wolfgang (2010), «Face up to a German-led eurozone rescue», Financial Times, 17 January 2011.
- Pisany-Ferri, Jean (2010), «Euro: sortir du déni», Le Monde, 6 Décembre 2010.
- Schaüble, Wolfgang (2010), «Une montagne de dettes à gravir», L'Echo, 28 décembre 2010
- Strauss-Kahn, Dominique (2010), «Towards a New Framework for the Euro Area», Discours lors d'une conférence organisée par Bruegel le 14 septembre 2010.

Directeur de la publication :
Vincent Bodart
Rédactrice en chef :
Muriel Dejemeppe
Comité de rédaction : *Paul Belleflamme,*
Vincent Bodart, Thierry Bréchet,
Muriel Dejemeppe, Frédéric Docquier,
Jean Hindriks, François Maniquet,
Marthe Nyssens
Secrétariat & logistique : *Anne Davister*
Graphiste : *Dominos*

Regards Économiques IRES-UCL

Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve

<http://www.uclouvain.be/en-regards-economiques>

regard-ires@uclouvain.be

tél. 010/47 34 26

ISSN 2033-3013