



HAL
open science

Quel avenir pour la zone euro ?

Jean-Pierre Allegret, Audrey Allegret-Sallenave

► **To cite this version:**

Jean-Pierre Allegret, Audrey Allegret-Sallenave. Quel avenir pour la zone euro ? . Diplomatie : affaires stratégiques et relations internationales. Les Grands dossiers, 2017, 36, pp.55-59. hal-01660216

HAL Id: hal-01660216

<https://hal.science/hal-01660216>

Submitted on 15 May 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Quel avenir pour la zone euro ?

Par Jean-Pierre Allegret, EconomiX, CNRS et Université Paris Nanterre, et
Audrey Sallenave, LEAD, Université de Toulon

Si la crise grecque a montré le caractère potentiellement périssable de la construction monétaire européenne, il convient aujourd'hui de s'interroger sur les perspectives de la zone euro alors que les divergences entre pays sont nombreuses et que l'économie européenne reste morose.

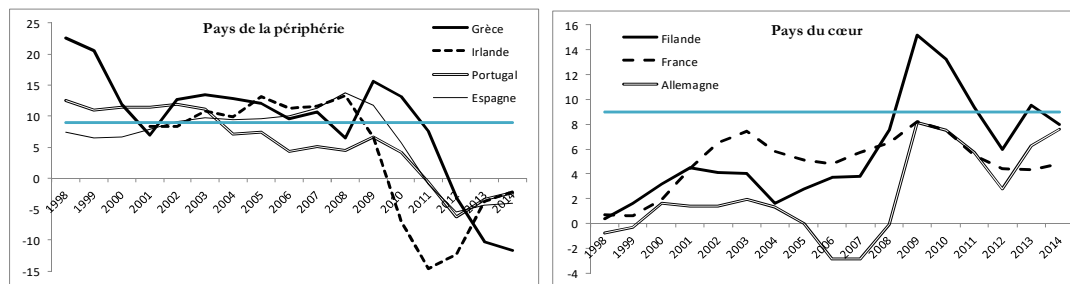
La décision d'adopter l'euro a été essentiellement motivée par des raisons politiques plutôt que par des déterminants économiques. Néanmoins, le facteur politique de la construction monétaire européenne n'implique pas que les facteurs économiques sont non pertinents. En fait, le facteur politique a certainement conduit à sous-estimer les implications économiques du passage à la monnaie unique. Ainsi, le processus d'UM n'a pas considérée comme centrale la question de l'hétérogénéité structurelle entre les pays membres. La vision dominante était alors que la convergence nominale devait conduire à des modifications structurelles des économies dans le sens de plus de flexibilité. Dans cette perspective, la crise des dettes souveraines (2010-2013) peut être interprétée comme le résultat d'un double problème : celui de l'incomplétude institutionnelle d'une part ; celui des divergences structurelles entre les pays membres d'autre part. Spolaore (2015) explique l'incomplétude de l'architecture institutionnelle européenne en considérant son échec initial. En effet, au début des années 1950, les initiateurs de l'intégration européenne ont défendu une approche ambitieuse fondée sur une intégration politique poussée et la mise en place d'une politique de défense commune. Les difficultés rencontrées pour atteindre ces objectifs ont conduit à une stratégie de fait axée sur une logique selon laquelle une approche gradualiste des réformes serait susceptible de conduire à une réaction en chaîne dans le sens de plus d'intégration.

La position défendue dans cet article est la suivante : sans réformes de fond sur la gouvernance économique de la Zone Euro (ZE), celle-ci sera sans doute soumise à des tensions de plus en plus fortes mettant en péril sa pérennité

Divergences macroéconomiques et fragmentation financière au sein de la zone euro

Tout d'abord, la question des divergences macroéconomiques au sein de la ZE est doublement importante. D'une part, elle suggère que, contrairement à ce que certains économistes avaient pu penser, le fait d'être membre d'une UM ne conduit

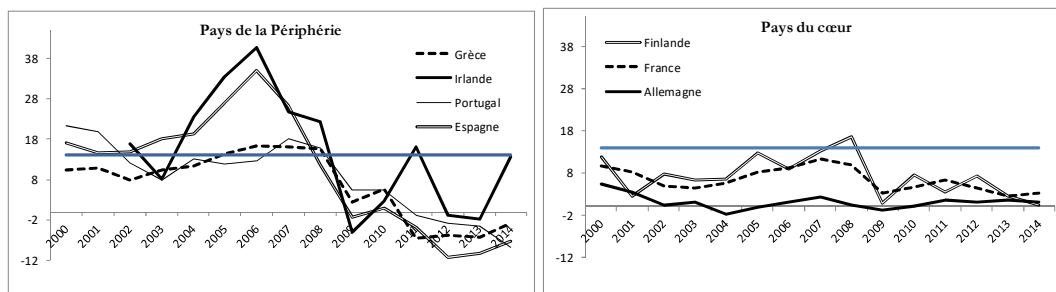
pas nécessairement à la convergence structurelle. D'autre part, elle montre les limites d'une politique monétaire unique pour l'ensemble de la zone et, par là même, renforce l'importance de la politique budgétaire. Deux indicateurs nous permettent de préciser l'ampleur des divergences au sein de la ZE depuis 2000¹. Le premier indicateur concerne l'évolution du coût salarial unitaire nominal en distinguant les pays de la périphérie et ceux du cœur (Graphique 1). Les lignes horizontales représentent le seuil indicatif d'alerte (9 %) retenu par la Commission européenne (CE) dans le cadre de sa surveillance macroéconomique (voir *infra*). Graphique 1 Coût salarial unitaire nominal, variation en % sur 3 ans



Source : Eurostat

À l'exception du Portugal, le graphique montre la dégradation de la compétitivité des pays de la périphérie, particulièrement entre 2004 et 2008. A la suite de la crise des dettes souveraines, l'ajustement dans ces économies est extrêmement violent. Le graphique 2 présente les flux de crédit au secteur privé en pourcentage du PIB avec un seuil d'alerte de 14 %.

Graphique 2 Flux de crédit du secteur privé en % du PIB



Source : Eurostat

Le graphique montre de nouveau très clairement la divergence entre la périphérie et le cœur, avant la crise – avec une expansion du crédit bien plus élevée dans la première – et après, où l'on y observe un effondrement du crédit.

Les conséquences de ces divergences structurelles sont doubles : d'une part, les taux d'inflation se sont éloignés et, d'autre part, les soldes des comptes courants se sont fortement écartés. Plus précisément, des pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas ont accumulé des excédents jugés excessifs (plus de 6 % du PIB) par la CE alors que tous les pays de la périphérie ont eu des déficits excessifs (-4 %

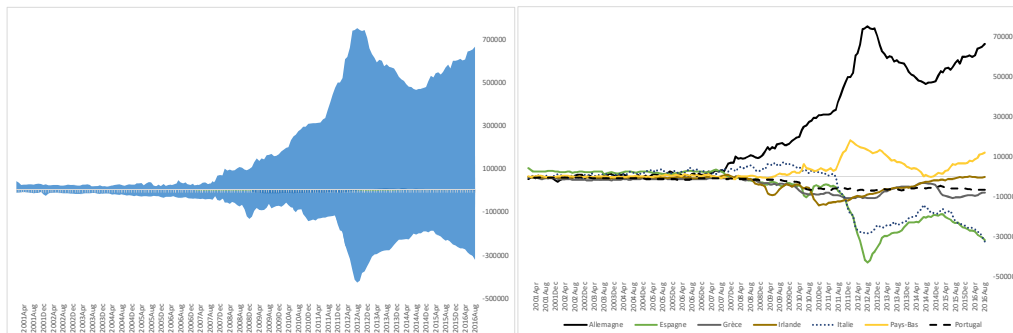
1

Pour plus de détails, voir Allegret et Sallenave (2016) ; OFCE (2016a).

du PIB) avant la crise. Que signifie cela en termes de politique monétaire ? Avant la crise, la croissance relativement forte à la périphérie aurait dû s'accompagner d'une politique monétaire plus restrictive que celle adoptée par la Banque centrale européenne (BCE). Au contraire, dans la seconde phase, une politique monétaire plus expansionniste aurait été nécessaire pour répondre à l'ampleur de la contraction de l'activité à la périphérie. En fait, la BCE semble avoir mené une politique monétaire davantage « calée » sur les pays du cœur que sur ceux de la périphérie, ce qui montre les limites inhérentes à une politique monétaire identique pour des pays structurellement différents².

La crise des dettes souveraines n'a pas réduit les divergences entre les pays de la ZE. Elle est la seule région où les déséquilibres du solde courant se sont aggravés. Cette évolution est d'autant plus inquiétante que, en dépit des réponses de la BCE à la crise, la fragmentation de l'espace monétaire et financier perdure. Une manière de souligner la fragmentation monétaire et financière est de considérer l'évolution des soldes au sein du système TARGET 2³ qui est dédié au système de paiement de montants élevés en euro. Les soldes représentent les créances ou les engagements des banques vis-à-vis de la BCE. La partie gauche du Graphique 3 montre un élargissement très important des soldes créditeurs et débiteurs à partir de la fin de 2008. Cette évolution traduit deux mouvements importants. En premier lieu, alors qu'avant la crise financière, les banques de la ZE pouvaient aisément se refinancer sur les marchés – les flux sortants étant compensés par des flux entrants –, ce n'est plus le cas après la crise. En second lieu, les pays de la zone les plus fragilisés par la crise des dettes souveraines ont subi un drainage important de la liquidité, notamment sous la forme de fuites de capitaux. Dès lors, flux entrants et sortants ne se compensent plus. La partie droite montre ainsi que les soldes débiteurs ont augmenté de manière très significative pour ces pays alors que le solde créditeur de l'Allemagne augmentait considérablement.

Graphique 3 Les soldes au sein de TARGET, en millions d'euros



Source : Banque centrale européenne

2

Ce que l'on appelle aussi le « one size does not fit all ». Voir Nechio (2011) ; Allegret et Sallenave (2016).

3

Trans Automated Real Time Gross Express Transfert.

Il est important de souligner que cette fragmentation de l'espace monétaire et financier est contradictoire avec les effets attendus de la monnaie unique. Elle remet donc fondamentalement en cause le bon fonctionnement de la ZE.

Le lancinant débat sur la capacité budgétaire de la zone euro

Le fédéralisme budgétaire est un thème ancien qui traverse la logique de la construction européenne. Ainsi, en 1977, le rapport MacDougall soulignait le lien étroit entre politiques monétaire et budgétaire dans toute économie. Il indiquait qu'une politique de stabilisation budgétaire communautaire était un élément clé de tout programme d'intégration monétaire.

Les pays de l'UE ont préféré au choix du fédéralisme celui de la coordination des politiques budgétaires à travers d'abord le Traité de Maastricht (1992) puis celui du Pacte de stabilité et de croissance (1997). Bénassy-Quéré et al. (2016) expliquent la logique économique issue de Maastricht de la manière suivante. La BCE s'occupe des chocs affectant toute la ZE alors que les politiques budgétaires sont dédiées aux chocs spécifiques à chaque pays. Comme le rappellent les auteurs, ce dispositif se heurte, d'une part, à l'efficacité de la politique monétaire et, d'autre part, à la capacité des États de disposer de marges de manœuvre budgétaire. Sur ce dernier point, les mécanismes disciplinants du Pacte de stabilité ont failli. Ce constat a conduit les pays de l'UE à adopter un ensemble de réformes importantes en 2011 et 2013.

Le « *six-pack* » contient un nouvel ensemble de règles destinées à rendre plus efficace la discipline budgétaire. La limite de dette publique en pourcentage du PIB (60 %) devient une règle au même titre que la limite de 3 % du déficit public. Et, dans la lignée des réformes de 2005, une certaine flexibilité dans l'application des règles est introduite afin de mieux tenir compte de la situation structurelle des pays. Par ailleurs, en janvier 2013 est entré en vigueur le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (TSCG), dit aussi Pacte budgétaire. Les objectifs budgétaires à moyen terme doivent être inscrits dans la législation nationale et les déficits structurels⁴ limités à 0,5 % du PIB (la limite pouvant aller jusqu'à 1 % si le ratio de la dette est nettement inférieur à 60 %). Le Traité prévoit aussi le déclenchement de mécanismes de correction automatique en cas de franchissement de la limite prévue pour le déficit structurel. Les États membres doivent alors indiquer dans leur législation nationale quand et comment ils comptent rectifier le tir dans le cadre des budgets à venir. Enfin, le 1^{er} novembre 2015, la mise en place d'un Comité budgétaire européen (CBE) a été décidée. Sa fonction principale est de fournir une évaluation indépendante et publique des différentes politiques budgétaires des États membres en considérant la mesure dans laquelle ces politiques se conforment aux objectifs et recommandations définis dans le cadre budgétaire européen.

Ces dispositifs marquent un indéniable progrès vers davantage de responsabilités budgétaires, mais ils sont loin de doter la zone euro d'une capacité budgétaire,

4

Le solde structurel élimine les effets sur les dépenses et les recettes des variations de la conjoncture économique.

pourtant réclamée en 2015 par le Rapport des Cinq Présidents⁵. Tenant compte des difficultés politiques pour obtenir une véritable capacité budgétaire à l'échelle de la zone euro, Bénassy-Quéré (2016) avancent un certain nombre de propositions destinées à éviter que les politiques budgétaires n'amplifient systématiquement les effets de la conjoncture. Ils suggèrent ainsi que le CBE pourrait définir des périodes « exceptionnelles » – lorsque la politique monétaire est moins efficace – au cours desquelles il proposerait une coordination explicite des politiques budgétaires entre les pays membres. L'enjeu est notamment ici d'inciter les pays excédentaires à adopter des politiques budgétaires expansionnistes. Les auteurs préconisent aussi la création de « comptes d'ajustements nationaux » permettant de sortir certaines dépenses (assurance-chômage et investissement public) du solde budgétaire en périodes de crise.

Une approche plus ambitieuse, préconisée notamment par de Grauwe, est de rendre moins dépendante la stabilité de la ZE de la politique adoptée par la BCE. Si cette dernière a fait preuve d'un pragmatisme important pour stabiliser les marchés, rien ne garantit qu'elle continuera à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort qui ne rentre pas à strictement parler dans le cadre de son mandat. Surtout, même si la BCE devait jouer de manière pérenne ce rôle, elle exercerait un impact sur les crises de liquidité, pas sur celles liées à des problèmes de solvabilité. En outre, laisser à la seule BCE le soin d'assurer le bon fonctionnement de la zone euro est une stratégie délicate compte tenu du fait qu'elle souffre d'un déficit démocratique. C'est ici que les *Eurobonds* peuvent avoir un rôle à jouer. Plus précisément, l'émission d'*Eurobonds* permettrait de lier les pays entre eux au niveau des dettes émises. Un avantage important des *Eurobonds* est le fait que les États pourraient être protégés des crises de liquidité dans la mesure où ils ne se retrouveraient plus dans une situation où ils ne contrôlent pas la monnaie de libellé des dettes émises. La question de la solvabilité trouverait aussi en partie une réponse en raison du poids en termes de PIB des pays engagés dans l'émission de cette dette commune. L'enjeu central pour qu'une telle éventualité soit acceptée est de limiter l'aléa moral, notamment en articulant l'émission des *Eurobonds* à des engagements des États en termes d'ajustements budgétaires. On a ici une articulation possible avec le traité budgétaire européen décidé en 2011. Il est aussi fondamental que les pays du Nord qui bénéficient encore du triple A ne voient pas leurs conditions d'emprunts sur les marchés se dégrader. De Grauwe propose à cette fin le dispositif suivant. Les pays seraient autorisés à émettre des *Eurobonds* jusqu'à un niveau de 60 % du PIB (les *blue bonds*). Au-delà, les États seraient tenus d'émettre des titres sur les marchés nationaux (les *red bonds*). Les *blue bonds* seraient en quelque sorte la tranche *senior* émises à la meilleure note possible. La tranche *junior* (les *red bonds*) serait ainsi émise avec une prime de risque plus élevée, incitant les États à réduire le niveau de leur dette.

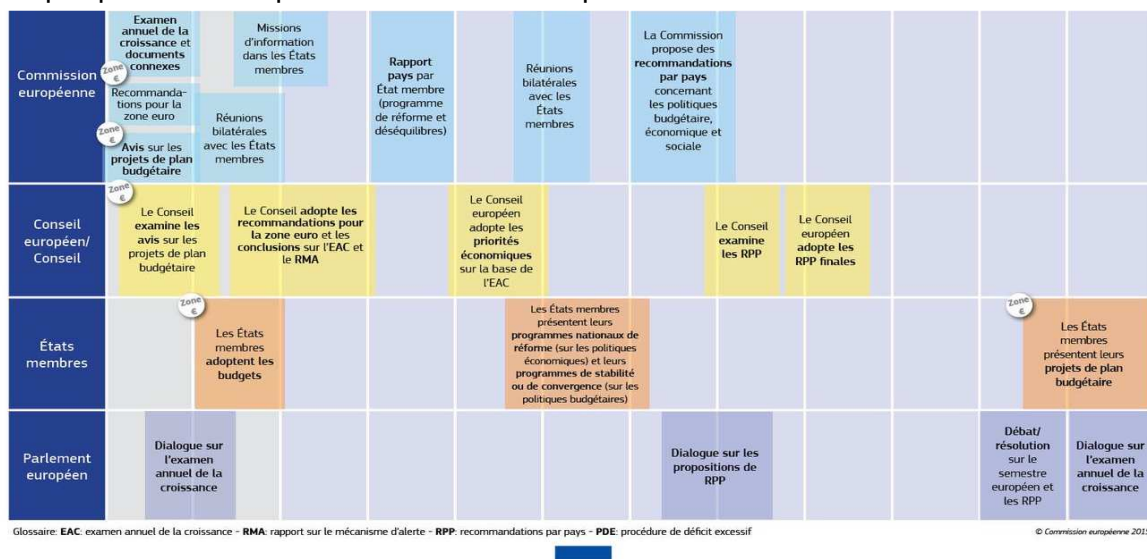
5

J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi et M. Schulz, *Le rapport des cinq présidents : compléter l'Union économique et monétaire européenne*, Commission européenne, 22 juin 2015.

Pour une surveillance renforcée rendant les ajustements plus symétriques

En 2010 a été introduit le Semestre européen permettant aux États membres de débattre de leurs plans budgétaires et économiques avec leurs partenaires de l'UE à des moments précis, échelonnés sur toute l'année⁶. De cette manière, les différents plans font l'objet d'un examen collégial. La CE peut proposer des orientations politiques aux États membres avant qu'ils n'arrêtent leurs décisions finales. La CE surveille aussi la mesure dans laquelle les États membres adoptent des mesures permettant la réalisation des objectifs fixés par la stratégie Europe 2020 concernant la stratégie de l'UE pour une croissance de long terme. Le Graphique 4 montre les différentes étapes du Semestre européen.

Graphique 4 Les étapes du Semestre européen



Source : Commission européenne, Europe 2020

Le processus débute avec la présentation par le Président de la CE au Parlement européen des priorités politiques, économiques et sociales. Ensuite, les pays de la ZE présentent leurs projets budgétaires pour l'année suivante suivis d'un avis sur chacun d'entre eux par la CE. Elle évalue si les projets sont conformes aux exigences du Traité budgétaire. La CE adopte l'examen annuel de la croissance, le rapport sur le mécanisme d'alerte (RMA) et l'évaluation des projets budgétaires des États membres de la ZE.

Le RMA nous semble particulièrement important car il a pour objectif d'identifier et de corriger les déséquilibres pouvant remettre en cause non seulement le bon fonctionnement des économies de l'UE, mais aussi menacer le fonctionnement de la ZE. Plus précisément, ce rapport identifie les États membres pour lesquels une analyse plus détaillée (sous la forme d'un bilan approfondi) semble se justifier afin de déterminer s'il existe un déséquilibre nécessitant une action politique. Le tableau de bord utilisé est composé de onze indicateurs que l'on peut décomposer

6

Pour plus de détails, voir

http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm

en deux catégories. La première fait référence aux déséquilibres extérieurs et à la compétitivité⁷ et la seconde aux déséquilibres internes⁸.

La CE publie une évaluation par État membre prenant en compte la situation économique et les programmes de réformes, les conclusions du RMA et les déséquilibres à corriger. Les États membres présentent alors leurs programmes de stabilité ou de convergence. Sur la base de ces programmes, la CE propose des recommandations pour chaque État membre qui doivent faire l'objet d'une approbation par le politique (à savoir le Conseil européen). Des avertissements politiques peuvent être adressés si les recommandations ne sont pas exécutées dans les délais. Des mesures incitatives et des sanctions peuvent également être prises en cas de déséquilibres macroéconomiques et budgétaires excessifs.

La surveillance renforcée mise en œuvre à travers le Semestre européen est potentiellement une avancée majeure si elle permet des ajustements symétriques au sein de la ZE. Il est important de rappeler que l'expérience des années 2000-2015 pose la question de présence de mécanismes d'ajustements au sein de l'UM. Considérant le fait que l'UM n'a pas empêché une croissance monétaire en Grèce, significativement supérieure à celle observée en Allemagne, et ce, dans un contexte de déficits courants élevés, Dellas et Tavlas (2013) s'interrogent sur la mise en œuvre de mécanismes d'ajustement automatique – du type de ceux observés dans un régime étalon-or – au sein de la ZE. Le Semestre européen offre un cadre analytique, mais il convient d'aller plus loin non seulement en rendant effectif cette surveillance, mais aussi en permettant des ajustements symétriques entre les pays créanciers et les pays débiteurs. Deux exemples peuvent être mis en avant. D'une part, au sein des indicateurs retenus, l'Allemagne et les Pays-Bas ont des excédents extérieurs excessifs qui appellent un ajustement, ce dernier pouvait alléger la contrainte subie par les pays déficitaires. D'autre part, la logique non coopérative à laquelle on assiste depuis la crise pour réaliser un rééquilibrage interne à la ZE conduit à une course à la compétitivité qui déprime la demande globale au sein de l'UM. Le Semestre européen pourrait servir de base à une politique plus coordonnée en termes d'évolutions salariales⁹.

La crise des dettes souveraines a confirmé un diagnostic posé depuis longtemps : la ZE est incomplète. Cet article s'est attaché à analyser cette question à travers deux points uniquement : la politique budgétaire et la surveillance renforcée. Dans les deux cas, l'enjeu est de parvenir à une UM moins asymétrique et, surtout, favorisant des ajustements moins défavorables à l'activité économique. C'est ici que la ZE est en danger car, si le taux de croissance ne se redresse pas, si le chômage massif ne recule pas, les prises de position politiques pour mettre fin à

7

Solde du compte courant en pourcentage du PIB, position extérieure globale nette en pourcentage du PIB, parts de marchés d'exportation, coût salarial unitaire nominal, taux de change effectifs réels.

8

Dettes du secteur privé (consolidées) en % du PIB, flux de crédit du secteur privé en % du PIB, prix réels des logements, dette du secteur public en % du PIB, taux de chômage, passif financier total du secteur financier.

9

Voir en ce sens les propositions de l'OFCE (2016b).

cette construction risquent de porter de plus en plus. Le fait que la question de la dette grecque soit loin d'être réglée et la sortie du Royaume-Uni de l'UE montrent bien que la ZE est encore dans une zone de turbulence.

Jean-Pierre Allegret et Audrey Sallenave

Références

Jean-Pierre Allegret et Audrey Sallenave, « Intra-European Union imbalances and cyclical position: does monetary policy matter? », in *International Finance Review*, vol. 18, in Rosaria Rita Canale and Rajmund Mirdala (ed.), *Economic Imbalances and Institutional Changes to the Euro and the European Union*, à paraître.

Agnès Bénassy-Quéré, Xavier Ragot et Guntram Wolff, « Quelle union budgétaire pour la zone euro ? », *Les notes du CAE*, no 29, février 2016.

Harris Dellas et George S. Tavlas, « The Gold Standard, the Euro, and the Origins of the Greek Sovereign Debt Crisis », *Cato Journal*, vol. 33, no 3, automne 2013, p. 491-520.

Fernanda Nechio, « Monetary Policy When One Size Does Not Fit All », *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, no 2011/18, 13 juin 2011.

OFCE, *L'économie européenne 2016*, Repères no 667, Paris, La Découverte, 2016.

OFCE, « Perspectives économiques 2016-2017 », *Revue de l'OFCE*, no 147, 2016.

Enrico Spolaore, « The Political Economy of European Integration », *NBER Working Paper*, no 21250, juin 2015.