

LA ZONE EURO ET SON AVENIR : UN ÉTAT DES SAVOIRS

AMÉLIE BARBIER-GAUCHARD*
MOÏSE SIDIROPOULOS**
ARISTOMÈNE VAROUDAKIS***

La crise de la dette souveraine a constitué un revers majeur pour la zone euro, qui a vu certains de ses pays membres subir des pertes massives de revenus et d'emplois. La crise a été de nature systémique, menaçant aussi le système bancaire de l'ensemble de la zone et l'existence même de la monnaie unique. Les performances économiques de la zone euro, en deçà des attentes initiales, sont brièvement passées en revue dans la première partie de l'article. L'euro porte, toutefois, la promesse d'une prospérité partagée, à condition que la gouvernance économique de la zone soit renforcée, en tirant les leçons des échecs passés et en visant des objectifs réalistes pour l'avenir. Les fragilités et les défis à relever pour fortifier l'UEM (Union économique et monétaire) sont analysés dans la deuxième partie de l'article. La troisième partie étudie les options de réforme qui en découlent, notamment dans les domaines budgétaire et financier.

249

DES PERFORMANCES EN DESSOUS DES ATTENTES

L'adoption de l'euro n'a pas stimulé de manière soutenable la croissance dans les pays de l'Union monétaire. Elle n'a pas non plus permis à ces pays de mieux résister aux ralentissements de la croissance mondiale et aux turbulences financières internationales. La croissance éco-

* BETA, Université de Strasbourg. Contact : abarbier@unistra.fr.

** BETA, Université de Strasbourg.

*** LARGE, Université de Strasbourg.

Pour en savoir plus, voir Barbier-Gauchard *et al.* (2018).

nomique dans les pays membres de la zone euro a été, en règle générale, inférieure à celle des autres économies avancées du G7. Cela était déjà vrai dans les années précédant l'introduction de la monnaie unique. La croissance dans les pays qui ont adopté l'euro n'a pas montré des signes de vigueur à la suite de l'introduction de la monnaie unique. Les économies de la zone euro ont été les seules parmi les économies avancées à avoir connu une croissance négative sur la période de cinq ans, de 2008 à 2013, qui a suivi la crise financière mondiale. Alors que les autres économies avancées sortaient graduellement de la crise de 2008-2009, la zone euro connaissait une rechute, avec une deuxième récession en 2012-2013, déclenchée par la crise de la dette. Ce n'est qu'à partir de 2014 que la reprise a commencé à s'amorcer dans la zone euro, mais la croissance est encore restée inférieure à celle des autres économies avancées, à l'exception toujours du Japon. En comparaison avec les pays membres de l'Union européenne (UE) hors zone euro, les pays qui ont décidé d'adopter la monnaie unique ont connu une croissance plus faible de 1 % en moyenne annuelle sur la période 1994-2017.

250

La conséquence de la faiblesse endémique de la croissance dans la zone euro a été un chômage élevé, qui a dépassé systématiquement le chômage observé dans les autres économies avancées du G7. Le taux de chômage moyen dans la zone euro s'est inscrit en baisse pendant les années précédant la crise financière mondiale, passant de 10,6 % en 1994 à 7,5 % en 2007. La crise financière mondiale et la crise de la dette dans la zone euro ont marqué un coup d'arrêt brutal à la baisse du chômage, qui a atteint 12 % en 2013, de loin le taux le plus élevé parmi les économies avancées. Ce n'est qu'avec la reprise que le chômage a commencé à reculer, pour atteindre 9,2 % en 2017. Il reste, toutefois, plus élevé dans la zone euro que dans les autres économies avancées, pratiquement le double par rapport aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Tout comme l'introduction de l'euro n'a pas amélioré les performances économiques des pays de la zone vis-à-vis des autres économies avancées, la monnaie unique n'a pas créé les conditions propices pour une convergence soutenable des pays de la périphérie vers les pays plus avancés du centre. La croissance au sein de la zone euro depuis la signature du Traité de Maastricht en 1992 a été marquée par deux phases bien distinctes :

– la première phase, à partir du milieu des années 1990 et jusqu'à la crise financière mondiale en 2008-2009, a été marquée par une accélération de la croissance dans la plupart des pays de la périphérie de l'euro et une convergence à la fois réelle et nominale avec les pays du centre ;

– la seconde phase, déclenchée par la crise de la dette publique, a été marquée par un renversement de ce processus, avec des profondes récessions et des reprises inégales dans les pays de la périphérie et une divergence croissante par rapport aux pays du centre.

La convergence économique au sein de la zone euro a été facilitée par l'intégration financière mise en marche avec l'avènement de la monnaie unique. L'élimination du risque de change à la suite de l'adoption de l'euro et la convergence des taux d'inflation qu'implique l'adoption d'une politique monétaire commune ont entraîné une convergence graduelle des taux d'intérêt sur les marchés obligataires des pays membres de la zone euro.

La baisse des taux d'intérêt résultant de l'introduction de l'euro a stimulé la dépense privée dans les pays périphériques. Elle a également permis aux gouvernements de ces pays de financer plus aisément les augmentations des dépenses publiques, en tirant parti des charges d'intérêt plus faibles sur la dette publique. L'augmentation des dépenses privées et publiques a entraîné un élargissement des déficits des comptes courants extérieurs des pays de la périphérie. Les pays du centre de la zone euro ont, en revanche, dégagé des excédents extérieurs et ont pu prêter aux pays de la périphérie pour financer les déficits de ces derniers. Ainsi, les transferts monétaires des pays de la périphérie vers les pays du centre, pour régler leurs déficits extérieurs courants, étaient-ils compensés par des mouvements de capitaux en sens inverse, reflétant des achats par les banques des pays du centre de titres des pays périphériques, ou bien par des investissements directs des pays du centre vers la périphérie. Cela a permis aux pays de la périphérie de croître plus rapidement depuis le milieu des années 1990 sans se heurter à des obstacles de financement extérieur.

La convergence entre les pays périphériques et ceux du centre de la zone euro avant la crise a été largement insoutenable, masquant des déséquilibres croissants et des vulnérabilités accrues des pays périphériques, qui ont ouvert la voie à la crise de la dette souveraine. Une vulnérabilité majeure a été la dégradation progressive de la compétitivité des pays périphériques de l'euro, qui a été également à l'origine de leurs déficits extérieurs croissants avant la crise. Depuis le milieu des années 1990 et jusqu'en 2009, les coûts unitaires de main-d'œuvre avaient augmenté de 80 % en Grèce et entre 45 % et 50 % en Italie, en Irlande, en Espagne et au Portugal, dépassant largement l'augmentation moyenne de 24 % dans la zone euro. La perte de compétitivité a reflété des augmentations plus fortes des salaires, mais aussi, dans certains pays de la périphérie, une croissance plus faible de la productivité du travail. Ainsi, sur la période 1996-2009, la croissance de la

productivité du travail en Italie, en Espagne et au Portugal a été plus faible que dans les pays du centre de la zone euro.

La croissance plus faible de la productivité, avant la crise, dans la plupart des pays périphériques par rapport aux pays du centre, suggère que la convergence n'était pas nourrie par un renforcement du côté de l'offre des économies périphériques. Elle était plutôt entraînée par l'augmentation de la demande, privée et publique, favorisée par la baisse des taux d'intérêt, mais aussi par l'appréciation de l'euro jusqu'en 2008 qui a entraîné une augmentation du pouvoir d'achat et du revenu disponible dans les pays périphériques. Les flux de capitaux et les investissements directs vers les pays périphériques auraient pu entraîner un renforcement de l'appareil productif de ces pays se traduisant par des gains de productivité importants. Néanmoins les investissements dans ces pays se sont plutôt canalisés vers les secteurs des biens et des services non échangeables, notamment dans l'investissement immobilier, entraînant la création de bulles spéculatives qui ont finalement donné naissance à la crise.

FRAGILITÉS ET DÉFIS À RELEVER POUR FORTIFIER L'UEM

Le contexte de la politique monétaire : indépendance, hétérogénéité, crise financière

252

Ayant un seul et unique objectif, celui de la stabilité des prix, et étant une nouvelle institution sans réputation préalable, la BCE (Banque centrale européenne) a dû se forger, depuis sa création, une crédibilité grâce, surtout, à son degré d'indépendance relativement élevé. Dans un tel contexte, le choix initial d'une stratégie de « ciblage monétaire » (premier pilier) s'est révélé relativement peu satisfaisant, car le lien entre la croissance monétaire et l'inflation s'est avéré assez ténu, au moins à court terme. La stratégie alternative du « ciblage de l'inflation » doit être fondée sur deux éléments clés : un engagement de « transparence » de la banque centrale et un dispositif de « communication » conçu pour ancrer les anticipations d'un taux d'inflation donné à long terme. Le ciblage de l'inflation doit être transparent sur l'objectif poursuivi et sur la stratégie pour atteindre cet objectif, tout en permettant à la banque centrale d'agir de manière discrétionnaire, ce qui n'était pas le cas avec la stratégie de ciblage monétaire. La transparence et la communication contribuent à conférer à la banque centrale la crédibilité indispensable pour l'efficacité de sa politique monétaire.

Néanmoins la BCE ne pourrait et ne devrait pas être totalement « transparente », car il s'agit de la banque centrale non d'un seul pays, mais d'un ensemble de pays partageant la même monnaie. Cela signifierait que les points de vue des membres du conseil d'administration

seraient publiés, ce qui pourrait porter atteinte à sa cohésion et donner lieu à des pressions de certains pays membres. La BCE soutient que la transparence sur les délibérations pourrait biaiser les votes ou les déclarations pendant les réunions du Conseil des gouverneurs nationaux. Ces derniers pourraient défendre un point de vue national et non celui de l'ensemble de la zone euro. Ainsi, la BCE définit les objectifs, mène la politique monétaire et évalue elle-même les résultats. Cette situation n'est pas celle des autres grands pays, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni dont les exigences sont plus importantes en matière de responsabilité de la banque centrale.

Par ailleurs, pour évaluer l'incidence que la politique monétaire peut avoir sur le cycle économique dans la zone euro, il est nécessaire de bien connaître le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sa dynamique. Ce mécanisme est toutefois complexe et peut varier au cours du temps, de sorte que sa compréhension risque d'être incomplète. En effet, les conséquences des décisions en matière de politique monétaire sont relativement incertaines dans la zone euro. La politique monétaire unique pouvait ne pas correspondre à ce qui aurait été souhaitable dans chaque pays membres de la zone euro, compte tenu des évolutions observées de l'activité économique et de l'inflation.

Ce problème a déjà été posé avant la crise de 2007. Mais la crise de la dette souveraine, déclenchée en 2010 par la crise grecque et approfondie au cours de l'été 2011 lorsque l'Espagne et l'Italie ont été menacées à leur tour, a considérablement aggravé la situation. Dans un tel environnement, l'action de la BCE est confrontée à un défi de taille, à savoir l'« hétérogénéité » des situations des économies de l'UEM. La divergence des situations économiques observées entre les pays dits du « centre » et ceux dits de la « périphérie » de la zone euro aurait nécessité des politiques de taux directeurs différentes dans ces deux parties de la zone. Le taux d'intérêt directeur était, au regard de la croissance de l'inflation et des prix des actifs, trop faible pour la périphérie et trop élevé pour le noyau. Ces hétérogénéités, créées par les mécanismes de transmission asymétriques, ont engendré des effets asymétriques de politique monétaire qui ont eu tendance à s'aggraver sous l'impact de la crise financière de 2008 ainsi que de l'élargissement de la zone euro.

Enfin, la conduite de l'action de la BCE depuis août 2007 et jusqu'à aujourd'hui s'inscrit dans un environnement très difficile, marqué par l'éclatement de la grande crise financière. Dans un tel contexte, l'efficacité de l'action conventionnelle de la BCE a été sérieusement menacée par les dysfonctionnements apparus dans les canaux traditionnels de la politique monétaire, les baisses de taux directeurs n'étant plus répercutées ni sur toute la gamme des taux (via la courbe des taux), ni

sur l'offre de crédit. Ainsi, l'adoption de nouvelles mesures de politique monétaire est apparue comme une nécessité afin de rétablir un fonctionnement normal du mécanisme de transmission.

La BCE, face à la violence de la crise, a été contrainte de réagir et d'innover en mettant en œuvre des mesures dites « non conventionnelles » (assouplissement quantitatif, assouplissement qualitatif et guidage prospectif des anticipations). Si ces politiques non conventionnelles ont eu dans un premier temps une réelle efficacité face à l'instabilité financière et à la crise des dettes souveraines, elles se sont avérées à terme insuffisantes, voire risquées. Nous constatons actuellement que les politiques monétaires non conventionnelles n'ont pas réussi à mettre fin à la crise économique et à faire face au risque de déflation qui menace toujours la zone euro. Elles ne peuvent pas apporter de réponses aux problèmes structurels de la zone euro. Enfin, plus grave encore, elles ne sont pas sans risque à long terme. Plus les politiques monétaires non conventionnelles se perpétuent et se renforcent, plus il semble difficile d'en sortir, laissant entrevoir le spectre d'une future crise financière.

Profonde modification du contexte de l'exercice des politiques budgétaires

254

L'intégration européenne a profondément modifié le contexte dans lequel s'exercent les politiques budgétaires des États membres de l'UEM. Libre circulation des marchandises, du travail et des capitaux, monnaie unique, hétérogénéité des systèmes fiscaux des États membres de la zone euro sont autant d'illustrations de ces évolutions majeures qu'ont eu à prendre en compte les pays.

Dans ces conditions, la politique budgétaire d'un pays membre de l'UEM peut en effet avoir un impact significatif non seulement sur son économie, mais également sur l'ensemble de la zone. Il y a alors « externalités budgétaires » ou « effets de débordement » (*spillover effects* ou *fiscal cross-border spillovers*).

Ces retombées de la politique budgétaire sur les autres pays ont plusieurs caractéristiques. D'abord, elles peuvent être positives ou négatives. En cas de débordement positif, les politiques individuelles se renforcent mutuellement. Dans le cas de retombées négatives, les mesures budgétaires sont contradictoires entre-elles. Cette différence est essentielle puisqu'elle a des implications dans la conception même de la coordination. Par exemple, en présence de retombées négatives, il existe un besoin accru de surveillance, de mécanismes correcteurs et de sanctions en cas de non-conformité. De plus, compte tenu du niveau de mondialisation dans lequel évolue l'UE, ces effets de débordement peuvent aussi bien impacter les pays membre de l'UE que le reste du

monde. Dans le premier cas, on parle de retombées internes et dans le second cas, de retombées externes. Enfin, les externalités budgétaires peuvent être directes ou indirectes.

Le signe et l'ampleur des externalités budgétaires dépendent à la fois des canaux de transmission du choc budgétaire aux autres pays, mais aussi du type de choc budgétaire et des mécanismes d'amplification ou de stabilisation à l'œuvre à la fois dans le pays d'origine et les pays bénéficiaires. Les canaux de transmission renseignent sur les moyens par lesquels une politique budgétaire mise en œuvre dans un pays affecte les pays voisins. Dans le cadre de l'UEM, il est possible d'identifier quatre principaux canaux de transmission : le canal des échanges commerciaux (*trade channel*) et le canal de la compétitivité (*terms of trade channel*), le canal monétaire (*monetary channel*) et le canal financier (*financial markets channel*). Leur évaluation est toutefois problématique dans la mesure où plusieurs facteurs peuvent renforcer ou, au contraire, affaiblir les externalités budgétaires. C'est la raison pour laquelle, à ce jour, il n'existe pas de conclusion tranchée sur la question.

Par ailleurs, la concurrence fiscale est un phénomène qui vient aussi affecter et parfois affaiblir les politiques budgétaires nationales. La concurrence fiscale s'exerce entre les différentes entités bénéficiant de la prérogative de lever l'impôt, qui tentent de renforcer leur attractivité en modulant leur fiscalité pour attirer les facteurs mobiles de production (le travail et le capital). Plus les différentes entités sont intégrées (l'intégration peut être commerciale, financière, monétaire, etc.), plus cette concurrence fiscale risque d'être prononcée, puisque la mobilité des facteurs de production en sera facilitée. Pour que la concurrence fiscale existe, deux conditions doivent être réunies. Il faut tout d'abord que les systèmes fiscaux soient relativement différents d'une entité à l'autre (on parle d'hétérogénéité des systèmes fiscaux), ce qui est largement le cas dans l'UE. Il faut ensuite que les facteurs de production que sont le travail et le capital puissent se déplacer librement lorsque que les systèmes fiscaux voisins leur sont plus favorables. La situation dans l'UE est telle que la mobilité du travail est encore limitée, mais s'est accélérée avec la crise, alors que la mobilité du capital, plus forte, s'est au contraire vue ralentir avec la crise.

Le soutien à la croissance et l'emploi dans un cadre européen posent également problème. Cette préoccupation dépasse d'ailleurs largement le cadre de l'UEM, il s'agit d'une préoccupation pour l'UE dans son ensemble. Les initiatives communautaires à ce titre depuis près de vingt ans en témoignent, comme le prouve la Stratégie de Lisbonne (2000-2010) à laquelle a succédé la Stratégie Europe 2020 (2010-2020). Mais en parallèle, les États membres et les collectivités locales consacrent

également une importante partie de leur budget à ces préoccupations, sans réelle coordination, ni partage des tâches entre tous ces acteurs publics qui agit sur la croissance et l'emploi.

Les pays membres de la zone euro sont également soumis à des règles de discipline budgétaire afin de veiller à une saine gestion des finances publiques nationales pour éviter toute déstabilisation de l'Union monétaire. Régulièrement critiquées, ces règles trouvent leur origine dans les critères de convergence issus du traité de Maastricht (1992) et ont été amenées à évoluer depuis la naissance de la zone euro en 1999.

Dans ce contexte, l'UE (M) est confrontée à deux défis majeurs et la façon dont ces défis seront traités dessinera les contours de la future Union budgétaire européenne.

Le premier défi à relever est celui du financement de nouveaux investissements publics dans la perspective de la stratégie européenne en faveur de la croissance et de l'emploi. Ce défi concerne l'UE et non seulement l'UEM comme certains experts le recommandent pourtant. En effet, instaurer un budget de la zone euro pour financer ce type d'investissement s'avérerait extrêmement dangereux pour l'UE dans son ensemble, risquant de creuser encore davantage les hétérogénéités entre les pays européens et créant *de facto* une Europe à deux vitesses (entre les pays qui appartiendraient à la zone euro et qui bénéficieraient d'instruments d'intervention supplémentaires pour soutenir la croissance et l'emploi, et les autres qui restent hors de la zone euro). Ce défi doit donc être relevé au niveau de l'UE dans son ensemble et être considéré dans les discussions portant sur le cadre financier 2021-2028 et sur ses modalités de financement. En définitive, la question qui se pose est la suivante : quel niveau de décision publique (entre le niveau communautaire, le niveau national et le niveau local) doit financer quoi pour soutenir la croissance et l'emploi dans l'UE ? et avec quelles ressources ?

Le second défi est celui de la stabilisation des chocs conjoncturels qui frappent les pays membres de la zone euro. Il s'agit ici d'un problème spécifique à la zone euro lié au fait que l'Union monétaire créée est loin d'être une zone monétaire optimale¹ dans l'esprit des travaux initiés par Mundell (1961). À nouveau la question posée est celle du partage des tâches : quel niveau de décision publique (entre le niveau BCE et le niveau national) doit assurer la stabilisation conjoncturelle ? La zone euro a répondu en partie à cette question puisque la BCE gère déjà *de facto* les chocs symétriques². Mais ce sont les chocs asymétriques³ (ou symétriques à effets asymétriques⁴) qui posent problème pour plusieurs raisons : (1) en raison de l'abandon de l'instrument monétaire dont disposaient les pays membres de l'UEM avant leur entrée dans l'Union monétaire (qui ne disposent plus désormais que de l'instrument bud-

gétaire pour stabiliser la conjoncture, dans un contexte où les finances publiques sont parfois largement contraintes par les règles de discipline budgétaire), (2) en raison de l'existence d'importantes hétérogénéités structurelles entre les pays membres de l'UEM, (3) il n'existe aucun autre mécanisme alternatif de stabilisation conjoncturel suffisant pour amortir ce type de choc qui pourrait se substituer à une intervention budgétaire. Dans ce cas, instaurer un budget spécifique à la zone euro pour contribuer à l'amortissement de ce type de choc semble pertinent. En d'autres termes, la vocation de ce budget zone euro serait de jouer un rôle de stabilisateurs budgétaires automatiques complémentaires aux stabilisateurs budgétaires automatiques déjà à l'œuvre au niveau national.

Le cercle vicieux des crises bancaires et des crises de la dette

La crise de la zone euro a été aggravée par le cercle vicieux entre la fragilité des banques et la faiblesse des finances publiques dans les pays de la périphérie. Cela a entraîné des retraits de dépôts et une fuite de capitaux qui ont déstabilisé davantage les banques, exacerbé la hausse des *spreads* souverains et aggravé la récession de l'activité économique. La spirale perverse qui a été amorcée a failli mener à l'effondrement de la zone euro pendant le paroxysme de la crise en 2011-2012.

L'une des raisons pour lesquelles les États-Unis constituent une Union monétaire viable est que le système bancaire américain est géré au niveau fédéral, même dans le cas des banques qui n'ont pas d'envergure nationale et qui sont incorporées dans les États. La résolution d'une banque défaillante est opérée par une institution fédérale, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), fondée en 1933, en plein milieu de la grande dépression et de la panique créée par les milliers de faillites bancaires de l'époque. La FDIC gère aussi le système fédéral d'assurance des dépôts qui garantit les dépôts individuels à concurrence de 250 000 dollars dans chaque banque couverte par l'assurance fédérale. La conséquence en est que les faillites bancaires aux États-Unis ne constituent pas un fardeau pour les finances publiques des États américains. En même temps, la faiblesse des finances publiques des États ne suscite pas de craintes quant à leur capacité de renflouer des banques en difficulté ou d'assurer le financement de l'assurance des dépôts des banques opérant sur leur territoire. Les faillites bancaires ou les faiblesses des finances publiques des États ne sont donc pas susceptibles d'entraîner des fuites de capitaux vers d'autres États où les banques et les finances publiques sont plus solides.

La situation a été tout à fait différente dans la zone euro, où (1) en vertu du principe de subsidiarité, la supervision bancaire avait été confiée à des autorités nationales, (2) les finances publiques des États

ont dû assumer le fardeau du renflouement des banques défaillantes et (3) les systèmes d'assurance des dépôts sont nationaux, leur financement étant la responsabilité ultime des États. La nécessité de renflouer les banques en faillite ou de garantir leurs engagements a mené l'Irlande et l'Espagne dans le tourbillon de la crise de la dette publique, et a également aggravé la crise de la dette publique en Grèce lorsque l'État a dû recapitaliser à plusieurs reprises les banques, touchées par la dépression et la restructuration de la dette grecque. En même temps, les craintes concernant le défaut de paiement des dettes nationales ou, dans le pire des cas, l'abandon de l'euro ont provoqué des fuites de capitaux et des retraits de dépôts des banques des pays en difficulté. Le cas des banques grecques, ayant perdu la moitié de leurs dépôts pendant la crise, est le plus marquant.

Ce type de « ruée bancaire », même au ralenti, a gravement compromis la viabilité des banques. Cela a amené les banques jugées solvables à dépendre de la BCE pour un soutien de liquidité, ce qui, toutefois, ne fournit pas d'assurance sur la capacité à long terme des banques à survivre. Les fuites de dépôts ont également drastiquement limité la capacité des banques à financer l'économie des pays en crise, aboutissant à une situation surnommée par Joseph Stiglitz (2016) d'« austérité privée », qui a davantage aggravé les effets nocifs de l'austérité budgétaire.

258

Compléter l'Union monétaire par une Union bancaire

L'interaction entre les banques en difficulté et les États en difficulté a montré que la zone euro serait considérablement plus stable si l'appui financier aux banques était ancré en Europe et non lié de si près aux finances publiques de leur pays d'origine. Une Union bancaire, impliquant en particulier la perspective d'une mutualisation des coûts potentiels du renflouement et de la résolution des banques en difficulté, réduirait le risque des spirales entre les crises bancaires et les crises de la dette publique. Une Union bancaire permettrait de réduire les craintes des déposants et des investisseurs que les pays membres de la zone euro se retrouvent à nouveau pris dans la spirale des banques défaillantes conduisant à des États défaillants et *vice versa*.

Les premiers pas dans la mutualisation du coût du renflouement des banques ont été franchis à travers le mandat donné aux mécanismes européens de sauvetages financiers (le Fonds européen de stabilité financière, FESF, et le Mécanisme européen de stabilité, MES) de renflouer directement les banques en difficulté. Cela devra reposer sur une conditionnalité, respectant des règles de l'UE relatives aux aides d'État. Parfaire cette réforme impliquerait, cependant, de soumettre les banques à un cadre commun de supervision et un mécanisme commun

de résolution en cas de défaillances, tout en créant un dispositif commun pour la protection des déposants. En d'autres termes, couper les liens entre les banques en difficulté et les finances publiques souveraines implique de compléter l'Union monétaire par une Union bancaire.

C'est ainsi qu'en juin 2012, lors du paroxysme de la crise de la dette, le Conseil européen a lancé la création d'une Union bancaire. Le modèle d'Union bancaire qui a été mis en place depuis lors s'appuie sur deux piliers :

- le mécanisme de surveillance unique (MSU), devenu opérationnel en 2014 ;
- le mécanisme de résolution unique (MRU), devenu opérationnel en 2016.

Le MSU du système bancaire implique d'appliquer les mêmes règles aux banques de différents pays membres de l'UE et de superviser le respect de ces règles d'une manière commune, par une seule autorité. Le MSU est composé de la BCE et des autorités nationales de surveillance prudentielle des pays participants.

Le MRU s'applique aux banques couvertes par le MSU. Le MRU permet de gérer efficacement la résolution des comptes bancaires à travers (1) un Conseil de résolution unique et (2) un Fonds de résolution unique (FRU) financé par le secteur bancaire. Le FRU devrait cumuler en 2016-2023 des fonds s'élevant à 1 % des dépôts garantis des banques dans les pays membres participants, ce qui représenterait à terme environ 55 Md€. Il ne doit pas être utilisé directement pour renflouer des banques défaillantes, mais pour faciliter leur résolution à travers des solutions privées ou avec l'appui public. Le renflouement devrait faire l'objet d'une opération à laquelle le MES peut participer. L'opération peut avoir lieu uniquement si des investisseurs et des créanciers privés ont participé au « renflouement interne » (*bail in*), conformément à la directive sur le redressement et la résolution des banques de l'UE (*Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*), entrée en vigueur en janvier 2016.

Cette directive a été inspirée du dispositif de renflouement interne mis en place lors du sauvetage financier de Chypre en mars 2013, impliquant la contribution des dépôts au-delà du montant assuré de 100 000 euros. Le MRU prévoit également le renflouement interne des banques en mettant à contribution les actionnaires, les détenteurs d'obligations et les créanciers privés dans la résolution des banques défaillantes, ce qui est censé minimiser le besoin des États d'utiliser l'argent des contribuables pour renflouer les banques. Les dépôts non garantis (supérieurs à 100 000 euros dans la plupart des pays de l'Union monétaire), d'une durée supérieure à sept jours, sont également exposés à des pertes.

En principe, la BRRD et le MRU visent à modifier les incitations dans le secteur bancaire en atténuant l'aléa moral causé par les renflouements des banques avec l'argent public. L'exposition des actionnaires, des détenteurs d'obligations et des créanciers à des pertes est censée responsabiliser les banques, en les incitant à s'autosurveiller et à réduire la prise de risque excessive. Néanmoins, alors qu'en principe il est évident que les actionnaires et les détenteurs d'obligations sont exposés à des pertes en priorité, le MRU est relativement imprécis sur la manière dont les déposants seront mis à contribution lorsqu'une banque est défaillante comme il est également indiqué que dans des circonstances particulières certains dépôts peuvent être exclus. L'ambiguïté quant à la mesure dans laquelle les créanciers privés et les déposants seront exposés à des pertes lorsque le MRU est activé crée de l'incertitude qui peut être à l'origine de paniques bancaires (Dermine, 2017).

OPTIONS DE RÉFORME MONÉTAIRE, BUDGÉTAIRE ET D'ARCHITECTURE FINANCIÈRE

Faut-il redéfinir les missions et les objectifs de la BCE ?

260

Depuis le début de la crise de 2007, les banques centrales ont sensiblement élargi leur champ d'action en volant au secours du système bancaire. Faut-il élargir le mandat des banques centrales ? À l'occasion de la dernière crise, on a pu voir émerger successivement les trois rôles possibles des banques centrales vis-à-vis des banques et des marchés financiers (voir Bénassy-Quéré *et al.*, 2011 ; Allegret, 2017b) :

- le rôle traditionnel de « prêteur en dernier ressort » qui consiste à restaurer, lorsque c'est nécessaire, la liquidité des banques ;
- le rôle d'assurer la stabilité financière en évitant les paniques bancaires à travers leur action de prêteur en dernier ressort ;
- le rôle de superviser et réglementer les activités des banques par des réglementations macroprudentielles. Cette responsabilité est fréquemment conduite à travers des institutions spécialisées plus ou moins indépendantes de la banque centrale.

En premier lieu, concernant le rôle traditionnel de « prêteur en dernier ressort », les autorités monétaires ont retenu, partout dans le monde, la leçon des épisodes de la grande crise de 1929 aux États-Unis ou des années 1990 au Japon quand le refus des banques centrales d'injecter suffisamment de liquidités avait déclenché les crises bancaires. Cependant, une première inquiétude sur ce point du « prêteur en dernier ressort » porte sur la « stratégie de sortie » (*exit strategy*) : à savoir comment les banques centrales parviendront-elles à détruire l'excès de liquidité lorsque les économies repartiront ? Une deuxième

inquiétude porte sur le fait que les banques centrales doivent faire face au « phénomène d'aléa moral » qui est un dilemme classique en théorie de l'assurance. En effet, si les agents savent que la banque centrale interviendra pour aider le marché, ils peuvent être incités à prendre plus de risques. Dans cette perspective, un certain nombre de principes directeurs guident l'action de la banque centrale. Tout d'abord, le prêteur en dernier ressort doit répondre à un souci de stabilité du système bancaire dans son ensemble et non de santé d'une banque en particulier. On doit ici en déduire la distinction entre les situations d'« illiquidité » et d'« insolvabilité ». Seules les banques illiquides doivent faire l'objet d'une intervention de la banque centrale, les banques insolubles devant faire faillite puisque en situation structurellement défavorable.

À ce propos, le fait que la BCE est désormais en charge de la supervision prudentielle des banques importantes de la zone euro permettra une meilleure appréciation des conditions d'exercice du rôle de prêteur en dernier ressort. Mais si l'institution chargée de la surveillance bancaire est en même temps chargée de gérer la liquidité des banques, il peut y avoir des situations de conflit d'intérêts.

En deuxième lieu, une question qui est devenue extrêmement importante à la suite de la dernière crise financière est : les banques centrales, comme la BCE, doivent-elles, dans la conduite de leur politique monétaire, prendre en compte comme objectif aussi la stabilité financière ?

Cependant, l'intervention des banques centrales pour préserver la stabilité financière pose trois problèmes : (1) le premier est le « problème d'aléa moral ». En effet, la banque centrale, en agissant comme un prêteur en dernier ressort qui fournit une assistance aux institutions financières de grande taille lorsque celles-ci se trouvent hors d'état d'emprunter sur le marché, risque d'encourager des comportements impudents. (2) Le deuxième problème concerne les implications pour la définition des objectifs de la banque centrale. Les banques centrales surveillent les prix d'actifs dans la mesure où leur évolution apporte de l'information sur les risques de crises financières futures. De plus, les décisions de politique monétaire affectent les prix d'actifs, ce qui peut mettre en danger la solvabilité des banques commerciales. (3) Le troisième problème vient de la compatibilité entre objectif de stabilité financière et objectif de stabilité des prix.

Pour répondre à la question si la stabilité financière devrait faire partie des objectifs de la banque centrale, il faut tenir compte de la doctrine dominante qui prévalait avant la crise financière et qui est fondée sur une démarcation nette entre stabilité des prix et stabilité financière, ce que l'on appelle le « principe de séparation ». Cependant,

même après la crise financière, les bases du principe de séparation demeurent. À ce propos, la crise financière mondiale a montré deux choses très importantes. D'une part, la stabilité monétaire n'est pas une condition nécessaire et suffisante pour obtenir la stabilité financière. En fait, comme le suggère la « grande modération », l'accent mis sur la stabilité des prix peut conduire les banques centrales à adopter des politiques excessivement expansionnistes (par exemple, les politiques monétaires non conventionnelles) au regard de l'accumulation des déséquilibres financiers. D'autre part, les crises financières ont des coûts macroéconomiques très élevés susceptibles de remettre en cause l'efficacité de la politique monétaire. Ce sont ces deux évolutions qui impliquent la prise en compte de la stabilité financière par les banques centrales.

Enfin, la crise de la dette publique a révélé une lacune majeure dans les critères de convergence de Maastricht qui sont centrés sur les déséquilibres des finances publiques, en ignorant les déficits créés dans le secteur privé. Pour assurer une meilleure résilience de la zone euro à des crises, il est nécessaire de se prémunir aussi contre les déséquilibres engendrés dans le secteur privé. Cela implique notamment une action sur le front de la réglementation prudentielle du crédit bancaire. Un renforcement des politiques macroprudentielles, comme outil contracyclique pour améliorer la stabilité macroéconomique en présence de flux de capitaux importants et volatils, serait notamment souhaitable. La boîte à outils des politiques macroprudentielles comprend diverses interventions comme, par exemple : des fonds propres supplémentaires (*capital buffers*) pour les banques d'importance systémique ; des ratios d'adéquation des fonds propres contracycliques ; des variations contracycliques des réserves obligatoires ; des ratios prêt/valeur, en particulier dans les prêts hypothécaires.

Quelle Union budgétaire européenne pour l'UE et l'UEM ?

L'analyse menée a mis en lumière deux défis majeurs à relever pour le modèle européen : (1) celui du soutien à la croissance et à l'emploi dans l'UE et (2) celui de la stabilisation conjoncturelle des chocs dans la zone euro.

Ces défis à relever doivent tenir compte de l'articulation entre les différents acteurs publics, tous dotés de ressources budgétaires avec : (1) le budget de l'UE entre les mains du « triangle institutionnel », (2) ce que pourrait être un budget de l'UEM confié à un gouvernement central européen, (3) les budgets nationaux dont sont responsables les gouvernements nationaux, (4) les budgets locaux dont sont dotées les collectivités locales.

Instaurer une véritable Union budgétaire européenne (*European Fiscal Union*) confiée à un gouvernement central européen au niveau de l'UE (homologue budgétaire de la BCE pour la politique monétaire dans l'UEM) permettrait de répondre aux défis budgétaires majeurs auxquels l'UE et l'UEM sont confrontées. Ainsi la question du partage optimal des tâches pourrait être traitée et tranchée en tenant compte de l'articulation entre les différents acteurs publics, tous dotés de ressources budgétaires.

Pour traiter des problèmes de soutien à la croissance et à l'emploi qui concernent l'UE dans son ensemble, un transfert conséquent de compétences en faveur du niveau communautaire dans les domaines des infrastructures de transport, d'énergie, de communication, de l'enseignement supérieur, de la recherche et de l'innovation serait souhaitable (réduisant d'autant le poids de ces dépenses à supporter au niveau national). Dans les domaines de l'aide publique au développement et défense, un transfert partiel de compétences s'avère également souhaitable. Pour financer ces nouvelles prérogatives, une ressource TVA réformée remplaçant la ressource propre TVA existante et/ou un impôt sur les sociétés à l'échelle de l'UE auraient l'avantage de contribuer à un meilleur fonctionnement du marché unique, de promouvoir une fiscalité plus juste et d'aider à combattre la fraude ou l'évasion fiscale, en plus de financer le budget de l'UE.

263

Pour traiter des problèmes propres à la zone euro, une capacité budgétaire (*fiscal capacity*) commune de stabilisation conjoncturelle et des règles plus solides au niveau national constituent la solution la plus efficace pour renforcer la résilience aux chocs de la zone euro, en assurant un meilleur *policy-mix*. Dans ce cas, instaurer un budget spécifique à la zone euro permettrait de stabiliser les chocs en complément des stabilisateurs budgétaires automatiques déjà à l'œuvre au niveau national. L'outil le plus efficace en la matière repose sur l'assurance chômage. Il s'agit donc d'envisager un mécanisme d'assurance chômage européen (*European Unemployment Benefits Scheme*, EUBS, ou *European Unemployment Insurance*, EUI) visant à assurer les États membres contre les chocs asymétriques. Dans ce cadre, la solution la plus réaliste semble être celle d'un socle commun d'assurance chômage. Une partie de l'assurance chômage reçue par les chômeurs serait donc mutualisée au niveau de la zone euro, sous la forme d'un socle commun d'indemnisation. Ce système européen harmonisé d'assurance chômage viendrait remplacer partiellement les systèmes nationaux existants ou s'ajouter à ceux-ci. Les citoyens européens seraient les bénéficiaires directs de cette assurance. Dans ce cas, les dispositifs nationaux viendraient s'ajouter en fonction des choix faits par les États en matière de modèle social.

La nécessité de compléter l'Union bancaire

Le fait que la BCE ait temporairement calmé les marchés financiers avec le programme des opérations monétaires sur titres (OMT) à partir de l'été 2012 explique que les leçons de la crise financière semblent être déjà oubliées et les actions nécessaires pour finaliser l'Union bancaire sont timides. Le troisième pilier de l'Union bancaire est un système commun d'assurance des dépôts, consistant en un partage progressif des risques en mutualisant les fonds nationaux de garantie des dépôts. Un tel fonds commun de garantie des dépôts est le chaînon manquant de l'Union bancaire dans la zone euro. Étant donné que le MSU et le MRU sont déjà en place dans les pays de la zone euro, il devient possible d'envisager la mise en commun des risques bancaires. Sans filet de sécurité commun, l'Union bancaire resterait une construction incomplète qui ne parviendrait pas à dissocier les coûts du soutien au système bancaire et les finances publiques des pays membres, ce qui constitue la raison pour laquelle l'Union bancaire a été créée en premier lieu. Cela risquerait également de mettre en péril la crédibilité de la BCE et du MSU en laissant le système vulnérable à la fragilité financière.

264

Les régimes existants d'assurance des dépôts sont nationaux, avec des limites de couverture, des contributions des banques et des tailles de fonds variables. La plupart des régimes sont sous-financés. Si une banque importante s'effondrait, le Fonds de garantie des dépôts national se révélerait rapidement insuffisant, mettant les finances publiques nationales sous pression potentiellement désastreuse. Si un État avec des finances publiques faibles est perçu comme incapable de respecter ses obligations en matière d'assurance des dépôts, des pertes de confiance peuvent rapidement s'ensuivre, déclenchant des fuites de capitaux et des dépôts comme dans les pays de la périphérie de l'euro pendant la crise de la dette.

En novembre 2015, la Commission européenne a proposé de mettre en place un système européen d'assurance (*European Deposit Insurance Scheme*, EDIS) pour les dépôts bancaires dans la zone euro en tant que troisième pilier de l'Union bancaire (Commission européenne, 2015). EDIS offrirait une couverture d'assurance plus forte et plus uniforme dans la zone euro, mais ne remplacerait pas les systèmes nationaux d'assurance des dépôts. Il serait composé des systèmes nationaux et d'un fonds commun européen d'assurance des dépôts. Lorsqu'une banque est mise en faillite ou en résolution et qu'il est nécessaire d'activer l'assurance des dépôts ou de financer leur transfert vers une autre banque, le système national d'assurance des dépôts et EDIS interviendraient conjointement.

Les objections quant à la création d'un régime unique d'assurance-dépôts dans la zone euro viennent principalement des autorités allemandes, qui font valoir que les critères essentiels d'un système européen d'assurance-dépôts n'ont pas encore été remplis. Le point de vue allemand, exprimé notamment par la Bundesbank, souligne que les risques bancaires ne peuvent être mutualisés que si tous les pays membres du système commun d'assurance des dépôts font les mêmes efforts pour limiter les risques (Deutsche Bundesbank, 2015). Ceux-ci sont très différents d'un pays à l'autre comme le montrent les écarts importants entre les créances non performantes en proportion des actifs des banques. La Bundesbank considère aussi les différences entre les régimes nationaux régissant l'insolvabilité des sociétés ou des personnes physiques comme un autre obstacle. Ces régimes nationaux affectent les risques assumés par les banques si les emprunteurs devenaient insolubles. Un système commun d'assurance des dépôts pourrait donc mutualiser les conséquences des régimes nationaux d'insolvabilité qui traitent relativement de manière plus favorable les emprunteurs aux dépens des banques.

L'assurance commune des dépôts devrait, toutefois, constituer l'objectif ultime du processus de l'Union bancaire, à l'image des deux autres piliers que sont le MSU et le MRU. Les objections proviennent du fait que l'assurance est interprétée comme un instrument de partage des risques, pouvant déclencher un aléa moral conduisant au partage des charges. On peut toutefois argumenter que l'objectif principal de l'assurance commune des dépôts est de réduire le risque et non de le partager. En décourageant les retraits de dépôts, elle réduirait le coût fiscal de la recapitalisation des banques dans les crises systémiques (Bini Smaghi, 2017). Si, par exemple, l'assurance commune des dépôts avait été disponible au moment de la crise de la dette grecque, les déposants n'auraient pas fui les banques, qui auraient donc eu besoin de moins de fonds pour leur recapitalisation. La Grèce aurait moins emprunté au MES et sa dette aurait été plus faible, alors que les fonds de l'assurance des dépôts n'auraient pas été déboursés. De plus, la contagion à d'autres pays aurait été évitée. Comme l'assurance commune des dépôts réduirait les risques de contagion, sa mise en œuvre serait à l'avantage de tous les membres de la zone euro.

Le défi de la dette publique

L'augmentation de la dette publique à la suite de la crise a rendu la zone euro vulnérable à une recrudescence des turbulences financières. Une voie de réforme longuement débattue consiste à avancer de manière décidée dans la voie du fédéralisme fiscal, qui impliquerait aussi la mutualisation au moins d'une partie de la dette souveraine.

Cette option consiste à émettre des obligations conjointes, garanties collectivement par tous les pays (des Eurobonds). La mutualisation de la dette des pays membres de l'Union monétaire résoudrait le problème d'absence de contrôle sur la création monétaire des pays individuels, qui peut déclencher des crises autoréalisatrices de défaut sur leur dette publique (De Grauwe et Moesen, 2009 ; De Grauwe, 2011). La dette mutualisée serait garantie par le pouvoir de taxation de l'ensemble des États membres de l'Union. Il serait donc pratiquement impossible pour les marchés d'anticiper un défaut sur la dette, par exemple, de l'État espagnol, si la dette espagnole est garantie par tous les États membres de l'Union monétaire.

La mutualisation de la dette éliminerait les *spreads* souverains entre les obligations des pays membres de la zone euro et le risque de défaut sur la dette publique, pouvant de ce fait garantir la stabilité financière de l'Union monétaire. Différentes options ont été formulées à cet égard (Thirion, 2017). Il s'agit toutefois de propositions soumises à d'importantes critiques (par exemple, Issing, 2009). Une première critique concerne l'aléa moral qui serait introduit par l'élimination du risque de défaut sur la dette publique qui inciterait probablement les États membres de l'Union monétaire à relâcher la discipline budgétaire, comme la dette publique serait mutualisée. En second lieu, la mutualisation de la dette pourrait atténuer les incitations des gouvernements des pays rencontrant des difficultés à entreprendre les réformes souvent difficiles nécessaires pour sortir de la crise.

En raison de considérations d'aléa moral, les projets de mutualisation de la dette se heurtent à des obstacles importants. Surmonter ces obstacles impliquerait de remplacer les règles de discipline budgétaire *ex post* actuelles par des règles de discipline *ex ante*, dont l'interférence avec les processus décisionnels nationaux présente des obstacles politiques et institutionnels majeurs. Celles-ci impliqueraient, par exemple, la création d'une instance supranationale (apparentée à un « super ministre des Finances » de la zone euro) avec un droit de veto sur les budgets nationaux avant leur mise en place.

Une option pour mitiger les incitations adverses et l'aléa moral associés aux obligations conjointes a été proposée dans le cadre du projet des « obligations bleues » (Delpa et von Weizsäcker, 2010). Il s'agirait d'émettre des obligations conjointes à concurrence de 60 % du PIB de chaque pays membre de la zone euro, qui auraient un statut de dette senior, avec donc des rendements faibles (les « obligations bleues »). Les besoins de financement au-delà de ce montant de dette seraient assurés par l'émission d'obligations nationales qui auraient un statut junior en cas de défaut de paiement et porteraient, de ce fait, un taux d'intérêt plus élevé que les obligations conjointes (les « obligations

rouges »). Cela devrait inciter les États membres de l'Union monétaire à la prudence sur le plan budgétaire malgré la mutualisation d'une partie de la dette.

Une proposition alternative, qui de manière similaire à la mutualisation de la dette, mais sans garantie souveraine explicite, contribuerait à protéger les finances publiques de la volatilité des marchés, consiste à l'introduction d'un actif synthétique sans risque pour l'ensemble de la zone euro (European Safe Bonds, ESBies). Telle qu'originellement proposée (Brunnermeier *et al.*, 2011), cette réforme consisterait à établir une Agence européenne de la dette avec le mandat d'acheter un portefeuille diversifié standardisé de dettes souveraines. Ce portefeuille servirait comme collatéral pour émettre un actif synthétique avec au moins deux tranches de séniorité. La tranche senior constituerait l'actif sans risque, puisqu'elle aurait priorité sur les paiements des obligations souveraines détenues dans le portefeuille. L'actif synthétique sans risque aurait donc des caractéristiques similaires à celles d'une dette mutuelle des États de la zone euro. Toute défaillance d'un État souverain à honorer ses dettes serait absorbée par les investisseurs dans la tranche junior, qui serait donc un actif risqué avec des rendements plus élevés.

L'introduction de l'actif sans risque devrait se faire en parallèle avec la réforme visant à limiter la concentration des expositions des banques au risque souverain. En même temps, l'actif sans risque servirait comme collatéral préféré pour les opérations de refinancement des banques par la BCE. L'introduction d'un actif sans risque contribuerait à la stabilité financière en offrant une meilleure protection aux banques par rapport à un portefeuille diversifié de titres souverains. Cela réduirait le risque de contagion qu'une crise dans un pays pourrait entraîner à travers la surexposition des banques aux obligations souveraines dans le cadre de la diversification de leur portefeuille (Brunnermeier *et al.*, 2011).

267

Des options de réforme plus ambitieuses de l'architecture financière et fiscale de la zone euro

La réduction du risque et le partage du risque dans la zone euro sont souvent perçus comme antagonistes, en raison de l'aléa moral que le partage des risques est censé créer. En réalité, elles sont complémentaires. La clé pour réussir est d'assurer que la réduction des risques, la discipline des marchés et le partage des risques vont de pair. Un agenda dans ce sens a récemment été mis en avant par quatorze économistes franco-allemands (Bénassy-Quéré *et al.*, 2018).

La réforme de l'architecture financière implique, entre autres, d'accélérer l'assainissement des bilans des banques en épongeant les

créances non performantes, de renforcer le régime de résolution bancaire à travers des garanties supplémentaires pour prévenir la mobilisation de fonds publics pour le renflouement des banques, de réduire l'exposition des banques à la dette souveraine de leur pays d'origine, et de créer le système européen commun d'assurance des dépôts.

Atténuer les liens entre banques et dette souveraine de leur pays d'origine revêt une importance critique pour désamorcer le cercle vicieux entre crises de la dette et crises bancaires. Ces liens restent très forts dans la zone euro. Dans l'ensemble, les banques nationales détiennent généralement entre 15 % et 30 % de l'encours de la dette souveraine de leurs pays respectifs d'origine, avec des variations dans le temps et d'un pays à l'autre (Véron, 2017). Pour réduire cette exposition, la réglementation bancaire pourrait introduire des « redevances de concentration souveraines » qui obligerait les banques dont la détention des titres souverains dans des pays spécifiques dépasserait un certain seuil à constituer des fonds propres supplémentaires (Véron, 2017 ; Bénassy-Quéré *et al.*, 2018).

268

Une voie de réforme alternative de la zone euro s'inscrit dans une direction opposée à celle du fédéralisme fiscal. Elle consisterait à concevoir une configuration différente de l'Union monétaire, permettant un usage plus flexible des politiques budgétaires nationales, avec une responsabilisation des gouvernements, mais aussi des investisseurs, qui seraient privés d'actions de sauvetage (Eichengreen, 2017 ; Rodrik, 2017 ; Sandbu, 2017). Cela donnerait la possibilité à l'Union monétaire d'aller en avant sur des bases plus solides, sans nécessairement opter pour les étapes politiquement plus ardues du fédéralisme fiscal, dont la faisabilité dans l'Union monétaire actuelle est loin d'être assurée. Un tel usage plus flexible des politiques budgétaires nationales ne serait pas incompatible avec le développement d'une capacité budgétaire commune de stabilisation face aux chocs conjoncturels et le développement de mécanismes assurantiels communs, comme, par exemple, l'assurance chômage au niveau européen.

La responsabilisation des gouvernements et des investisseurs impliquerait d'instaurer et d'accepter pleinement le principe de défaut souverain et de la restructuration de la dette publique en respectant les clauses du traité de Maastricht concernant le non-renflouement des États insolvable. Il est, en effet, pleinement légitime de renflouer les États qui font face à des problèmes de liquidité qui, en l'absence d'appui financier, pourraient subir un défaut sur leur dette publique. Il n'est pas toutefois légitime de renflouer des États confrontés à des problèmes d'insolvabilité, en ignorant la question de la viabilité de la dette publique, comme il a été le cas du premier plan de sauvetage de la Grèce

(voir Barbier-Gauchard *et al.*, 2018). Le MES peut appuyer financièrement les États confrontés à des problèmes de liquidité, mais n'a pas de vocation à résoudre les problèmes de viabilité de la dette.

Une voie de réforme consisterait à établir un Mécanisme européen de restructuration de la dette souveraine tout en transformant le MES en un Fonds monétaire européen (FME) (Sapir et Schoenmaker, 2017). Ce mécanisme aurait comme mission de mener des négociations entre un pays insolvable et ses créanciers, aboutissant à un accord sur la réduction de la valeur présente de la dette, comme dans le cas de la restructuration de la dette grecque en 2012, afin de rétablir la viabilité de la dette publique. Une instance judiciaire spéciale assurerait le règlement, à condition que celui-ci ait été approuvé par une majorité qualifiée de créanciers.

Le FME évaluerait la viabilité de la dette des pays en crise, la restructuration nécessaire de la dette pour établir sa viabilité, ainsi que le cadre budgétaire approprié pour maintenir les finances publiques saines. Il serait également chargé de fournir l'assistance financière aux pays en crise, à l'instar du MES, pour les aider à procéder à l'ajustement économique nécessaire et de rétablir leur accès au financement des marchés. Cette assistance ne devrait être fournie qu'après un accord entre le pays en difficulté et ses créanciers, rétablissant sa solvabilité. Un projet dans le même sens, où le FME faciliterait les restructurations de la dette publique des pays insolubles, avait été aussi présenté par Gros et Mayer (2010).

269

CONCLUSION

En guise de conclusion, les principales options de réforme possible pour la zone euro concernent à la fois les domaines monétaire, budgétaire, bancaire et financier et peuvent se résumer de la façon suivante :

- réviser les missions de la BCE en lui assignant officiellement un objectif de maintien de la stabilité financière en veillant toutefois à éviter le « problème d'aléa moral », en tenant compte de l'impact que les décisions mêmes de politique monétaire peuvent affecter les prix d'actifs et de l'éventuelle incompatibilité qui peut exister entre objectif de stabilité financière et objectif de stabilité des prix ;
- renforcer les politiques macroprudentielles pour se prémunir aussi contre les déséquilibres engendrés dans le secteur privé ;
- instaurer une véritable Union budgétaire européenne (*European Fiscal Union*) confiée à un gouvernement central européen qui interviendrait en complément des budgets nationaux et locaux pour permettre de répondre aux défis budgétaires majeurs auxquels l'UE et

l'UEM sont confrontées (problème de soutien à la croissance et l'emploi dans l'UE, problème de stabilisation conjoncturelle dans l'UEM) ;

– face au défi du soutien à la croissance et l'emploi dans l'UE : opérer un transfert conséquent de compétences en faveur du niveau communautaire dans les domaines des infrastructures de transport, d'énergie, de communication ; enseignement supérieur, recherche et innovation ; aide publique au développement et défense (avec financement par une ressource TVA réformée remplaçant la ressource propre TVA existante et/ou un impôt sur les sociétés à l'échelle de l'UE) ;

– face au défi de la stabilisation conjoncturelle dans l'UEM : instaurer une capacité budgétaire (*fiscal capacity*) commune de stabilisation conjoncturelle (via un mécanisme d'assurance chômage européen : *European Unemployment Benefits Scheme*, EUBS, ou *European Unemployment Insurance*, EUI) et introduire des règles de discipline budgétaire plus solides au niveau national ;

– compléter l'Union bancaire par un système européen d'assurance (EDIS) pour les dépôts bancaires dans la zone euro en tant que troisième pilier de l'Union bancaire permettant d'offrir une couverture d'assurance plus forte et plus uniforme dans la zone euro, mais qui ne remplacerait pas les systèmes nationaux d'assurance des dépôts ;

– approfondir la réforme de l'architecture financière globale de la zone euro afin notamment d'accélérer l'assainissement des bilans des banques en épongeant les créances non performantes, de renforcer le régime de résolution bancaire à travers des garanties supplémentaires pour prévenir la mobilisation de fonds publics pour le renflouement des banques, de réduire l'exposition des banques à la dette souveraine de leur pays d'origine, et de créer le système européen commun d'assurance des dépôts ;

– mutualiser une partie de la dette publique des pays membres de l'Union monétaire (qui serait alors garantie par le pouvoir de taxation de l'ensemble des États membres de l'Union) de préférence par l'introduction d'un actif synthétique sans risque pour l'ensemble de la zone euro (ESBies) ou de la création d'une Agence européenne de la dette avec le mandat d'acheter un portefeuille diversifié standardisé de dettes souveraines ;

– afin d'atténuer les incitations adverses et l'aléa moral associés aux obligations conjointes, responsabiliser les gouvernements et les investisseurs en instaurant et acceptant pleinement le principe de défaut souverain et de la restructuration de la dette publique. Établir à cet effet un Mécanisme européen de restructuration de la dette souveraine tout en transformant le MES en un FME afin de mener des négociations

entre un pays insolvable et ses créanciers, aboutissant à un accord sur la réduction de la valeur présente de la dette. Une instance judiciaire spéciale assurerait le règlement, à condition que celui-ci ait été approuvé par une majorité qualifiée de créanciers.

NOTES

1. Une zone monétaire optimale est une zone géographique à l'intérieur de laquelle il est optimal (en termes de stabilisation conjoncturelle des chocs notamment) d'adopter la même monnaie. En d'autres termes, dans cette zone monétaire, la perte de l'usage de l'instrument monétaire par les membres de cette zone est compensée par l'existence de mécanismes alternatifs suffisants pour prendre le relai de la stabilisation conjoncturelle (mobilité du travail et du capital, flexibilité des salaires, spécialisation de la production, intégration financière, fédéralisme budgétaire, etc.).
2. Un choc conjoncturel symétrique est un choc qui frappe tous les pays en même temps et dans les mêmes proportions (exemple : les chocs pétroliers dans les années 1970).
3. Un choc conjoncturel asymétrique est un choc qui frappe un pays en particulier, sans affecter les autres (exemple : la chute du mur de Berlin en 1989).
4. Un choc conjoncturel symétrique à effets asymétriques est un choc qui frappe tous les pays en même temps, mais dans des proportions différentes (exemple : la crise des *subprimes* en 2008).

BIBLIOGRAPHIE

271

- ALLEGRET J.-P. (2017a), « Le renouvellement de la politique monétaire (I) : quelle place pour la politique monétaire non conventionnelle dans le futur ? », <http://ses.ens-lyon.fr/articles/>.
- ALLEGRET J.-P. (2017b), « Le renouvellement de la politique monétaire (II) : quelle place pour la stabilité financière dans les objectifs de la banque centrale ? », <http://ses.ens-lyon.fr/articles/>.
- BARA Y.-E., CASTETS L., ERNOULT T. et ZAKHARTCHOUK A. (2017), « Contribution à la réflexion sur le renforcement de la zone euro », Trésor-éco, *Lettre*, n° 190, février.
- BARBIER-GAUCHARD A., SIDIROPOULOS M. et VAROUDAKIS A. (2018), *La gouvernance économique de la zone euro : réalités et perspectives*, éditions De Boeck, Bruxelles.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., BRUNNERMEIER M., ENDERLEIN H., FARHI E., FRATZSCHER M., FUEST C., GOURINCHAS P.-O., MARTIN P., PISANI-FERRY J., REY H., SCHNABEL I., VÉRON N., WEDER DI MAURO B. et ZETTELMEYER J. (2018), « Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: a Constructive Approach to Euro Area Reform », CEPR, *Policy Insight*, n° 91, janvier, https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight91.pdf.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., CŒURÉ B., JACQUET P. et PISANI-FERRY J. (2011), *Politique économique*, Paris-Louvain-la-Neuve, De Boeck Université, 3^e édition.
- BERTONCINI Y. (2017), *L'intégration différenciée dans l'UE : une légitimité à géométrie variable*, Notre Europe, Institut Jacques Delors, *Policy Paper*, n° 186, 10 mars.
- BINI SMAGHI L. (2017), « European Banking Union Needs its Final Leg: a Common Deposit Insurance Scheme Would Reduce Risk and Moral Hazard », *The Financial Times*, 21 octobre, <https://www.ft.com/content/611b7212-b263-11e7-aa26-bb002965bce8>.
- BRUNNERMEIER M. K., GARICANO L., LANE P. R., PAGANO M., REIS R., SANTOS T., THESMAR D., VAN NIEUWERBURGH S. et VAYANOS D. (2011), « European Safe Bonds (ESBies) », The Euronomics Group, septembre.
- CAUDAL N., GEORGES N., GROSSMANN-WIRTH V., GUILLAUME J., LELLOUCH T. et SODE A. (2013), « Un budget pour la zone euro », Trésor-éco, *Lettre*, n° 120, octobre.

COMMISSION EUROPÉENNE (2015), « Towards a European Deposit Insurance Scheme », European Political Strategy Centre, *Five President's Report Series*, n° 1/2015, https://ec.europa.eu/epscc/sites/epscc/files/15p_note_edis.pdf.

COTTARELLI C. et GUERGUIL M. (2014), *Designing a European Fiscal Union – Lessons from the Experience of Fiscal Federations*, Routledge.

DE GRAUWE P. (2011), « The Governance of a Fragile Eurozone », CEPS, *Working Paper*, n° 346, mai.

DE GRAUWE P. et MOESEN W. (2009), « Gains for All: a Proposal for a Common Eurobond », CEPS, *Commentary*, 3 avril.

DE GRAUWE P. et SÉNÉGAS M.-A. (2004), « Asymmetries in Monetary Policy Transmission: some Implications for EMU and its Enlargement », *Journal of Common Market Studies*, vol. 42, n° 4, pp. 757-773.

DELPA J. et VON WEIZSÄCKER J. (2010), « The Blue Bond Proposal », *Bruegel Policy Brief*, n° 2010/3, mai.

DERMINE J. (2017), « Europe's Single Resolution Mechanism Is a Recipe for Instability », *The Banker*, 25 septembre.

DEUTSCHE BUNDESBANK (2015), *Further Steps towards Integration Necessary Prior to European Deposit Insurance Scheme*, Rapport mensuel, décembre, https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Topics/2015/2015_12_22_european_deposit_insurance_scheme.html.

EICHENGREEN B. (2017), « The Euro's Narrow Path », *Project Syndicate*, 11 septembre, <https://www.project-syndicate.org/commentary/euro-narrow-path-france-germany-cooperation-by-barry-eichengreen-2017-09>.

GERAATS P. M. (2002), « Central Bank Transparency », *Economic Journal*, n° 112, pp. 532-565.

GREEN J. H. (1996), « Inflation Targeting: Theory and Policy Implications », IMF, *Working Paper*, n° 96/65.

GROS D. et MAYER T. (2010), « How to Deal with Sovereign Default in Europe: Towards a European Monetary Fund », European Parliament, Directorate General for Internal Policies, *Note*, 8 mars, IP/A/ECON/FWC/2009_040/C5.

ISSING O. (2009), « Why a Common Eurozone Bond Isn't Such a Good Idea », Center for Financial Studies, Goethe-Universität Frankfurt, *White Paper*, n° 3, juillet.

LE HÉRON E. (2016), *Les limites des politiques non conventionnelles de la Banque centrale européenne*, La Documentation française, 6 juillet.

MUNDELL (1961), « A Theory of Optimum Currency Areas », *The American Economic Review*, vol. 51, n° 4, septembre, pp. 657-665.

RODRIK D. (2017), « Does Europe Really Need Fiscal and Political Union? », *Project Syndicate*, 11 décembre, <https://www.project-syndicate.org/commentary/separating-private-and-public-finance-in-europe-by-dani-rodrick-2017-12>.

SANDBU M. (2017), « Banking Union Will Transform Europe's Politics », *The Financial Times*, 25 juillet, <https://www.ft.com/content/984da184-711c-11e7-aca6-c6bd07dfla3c>.

SAPIR A. et SCHOENMAKER D. (2017), « The Time Is Right for a European Monetary Fund », *Bruegel Policy Brief*, n° 4, octobre.

STIGLITZ J. (2016), « The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe », W. W. Norton & Co, New York.

SVENSSON L. (2008), « Inflation Targeting », *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2^e édition.

THIRION G. (2017), « European Fiscal Union: Economic Rationale and Design Challenges », CEPS, *Working Document*, n° 2017/01, janvier.

VÉRON N. (2017), « Sovereign Concentration Charges: a New Regime for Banks' Sovereign Exposures », European Parliament, Directorate-General for Internal Policies of the EU, novembre.