

QUELLES SOLIDARITES POUR SURMONTER LA CRISE DE LA ZONE EURO?



European Affairs Programme

WORKING PAPER

APRIL 2013

Xavier VANDEN BOSCH

Fellow Researcher at EGMONT - The Royal Institute for International Relations

Introduction

La zone euro traverse depuis maintenant plusieurs années une crise économique à multiples facettes: crise bancaire, crise financière et crise des dettes souveraines.

L'Europe se divise de plus en plus entre un « sud » endetté et un « nord » créditeur. Au sud, nos partenaires européens font face à une profonde crise économique et à une montée du chômage qui ont de lourdes conséquences sociales. Ne faudrait-il pas développer certains instruments de solidarité en Europe, et si oui, à quelles conditions ?

Certaines pistes ont été évoquées ces dernières années : Faut-il envisager une 'mutualisation des dettes' ? Quelles serait l'intérêt d'un mécanisme tel que les 'Eurobonds' ? Faudrait-il doter la zone euro d'un budget à même d'aider les pays en difficulté? Comment les crises bancaires devraient-elles être gérées ?

La première partie présente les contours des crises qui touchent la zone euro ainsi que les mécanismes de solidarité développés ces dernières années. La seconde brosse en deux scénarios alternatifs les enjeux de la crise pour l'Europe. Enfin, dans la troisième partie sont évoqués les moyens et les perspectives d'une solidarité renforcée au niveau de la zone euro.

1. Contexte : les crises et la solidarité

Avant d'évoquer les mécanismes de solidarité développés ces dernières années (point B), il est indispensable de cerner les contours de la crise économique qui frappe la zone euro (point A).

A. Les multiples facettes de la crise de la zone euro

Les trois principales facettes de la crise économique sont présentées: (I) la crise bancaire et financière, (II) la crise de la dette souveraine et (III) la crise des déséquilibres extérieurs. Ces crises ne doivent pas être considérées individuellement ou séquentiellement, mais plutôt comme interagissant dynamiquement entre elles.

I. Crise bancaire et financière

La crise bancaire et financière résulte initialement des **risques excessifs pris par les institutions financières** dans les années précédant la crise. Dans un contexte d'abondance de liquidités et de manque de régulation et de supervision de risques devenus systémiques, les effets de levier excessifs et la surexposition à certains actifs risqués ont fini par se révéler par le tarissement du crédit interbancaire provoqué par la crise financière américaine.

Au-delà du sauvetage du secteur financier s'en étant ensuivi, et pesant sur les finances publiques européennes (voir II), la crise financière a également pour conséquence la

fragmentation du système financier européen. L'introduction de l'euro avait provoqué une convergence et une baisse importante des taux d'intérêts grâce auxquels, les pays 'périphériques' de la zone euro (les pays du 'sud' - Grèce, Chypre, Espagne, Portugal et dans une moindre mesure Italie - auxquels il faut rajouter l'Irlande) ont bénéficié de flux de financement extérieur bon marché. La zone euro s'est ainsi divisée entre pays 'débiteurs' (la périphérie) et 'créditeurs' (essentiellement les pays du 'nord' où l'épargne est forte : Allemagne, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Finlande, ...). La convergence des taux d'intérêt et les flux de financement internationaux furent largement applaudis comme signes d'une intégration financière européenne réussie. En effet, le capital circulant librement dans la zone euro semblait être investi là où il était sensé offrir les meilleures perspectives de rendement : dans les pays de la périphérie de la zone euro les moins développés économiquement et offrant donc les meilleures perspectives de croissance.

En réalité, avec le développement de la crise de la dette (voir II), ainsi que la reconnaissance de la surestimation des perspectives de croissance et des déséquilibres macro-économiques au sein de la zone euro (voir III), le financement extérieur des pays débiteurs allait soudainement s'effondrer (Merler et Pisani-Ferry, 2012). Partout, les banques fragilisées par la crise financière se sont repliées sur leur marché domestique plutôt que de s'exposer à des risques extérieurs. Dans un même mouvement, les capitaux ont fuit la désormais risquée périphérie vers les pays les plus sûrs de la zone euro.

Ce **repli domestique et la fuite des capitaux de la périphérie vers le nord** ont plusieurs conséquences toujours observables aujourd'hui. Premièrement, pour maintenir à flot les pays débiteurs, au financement privé extérieur s'est partiellement substitué un financement 'officiel' et 'public' : d'une part, les prêts officiels des partenaires européens et du FMI au gouvernement, et de l'autre les provisions de liquidités de la BCE au secteur financier (voir point B – pour détail de ce soutien).

Deuxièmement, le repli domestique a partout renforcé le lien entre le secteur financier domestique et l'Etat. Les banques bénéficient de la garantie implicite de sauvetage par l'Etat tout en détenant toujours plus de dette nationale. Cette interdépendance entre l'Etat et les banques crée un cercle vicieux dans la mesure où la fragilité du secteur financier augmente le risque souverain, et l'augmentation du risque souverain fragilise le secteur financier.

Enfin, la divergence des taux engendre une segmentation financière : l'accès au crédit est désormais plus cher au sud qu'au nord ce qui pèse sur la perspective de croissance des pays les plus touchés par la crise. Plus largement, la « **dés-intégration financière** » constitue une dynamique qui met en péril l'indivisibilité de la zone euro. Une monnaie unique n'offrant pas les avantages associés à une intégration financière stable perd un de ses attraits fondamentaux pour les pays aujourd'hui les plus fragilisés.

II. Crise de la dette

De nombreux pays dont la Belgique ont dû secourir leur banques. De fait, une part des **dettes privées du secteur financier sont devenues publiques** et reposent donc à présent sur

les contribuables. La dette de la Belgique a ainsi augmenté d'environ 6 % du PIB et l'Etat est par ailleurs exposé à une dette potentielle équivalente à environ 15% de son PIB, en raison de garanties consenties aux banques belges (Commission Européenne, 2012)¹. Le sauvetage des banques n'explique pourtant pas à lui seul pourquoi les dettes publiques ont explosé en Europe (à l'exception du cas irlandais), et comment la crise de la dette souveraine s'est développée.

Précisons le d'emblée : le **manque de discipline budgétaire** ne constitue pas un élément d'explication majeur du surendettement. Le non respect par la Grèce des règles budgétaires européennes (incluant de la fraude), fut l'exception plutôt que la règle dans l'eurozone et n'explique que partiellement son haut niveau d'endettement actuel. Des pays fortement touchés comme l'Espagne et l'Irlande ne présentaient ni déficit ni endettement excessif à la veille de la crise.

Le **principal élément d'explication est la récession économique** d'ampleur mondiale qui a touché la zone euro (2008-2009), et plus largement le **manque de croissance** qui s'en est suivi. Les mesures discrétionnaires de relance mises en place et surtout l'augmentation automatique des déficits résultant du manque de croissance ont gonflé les dettes souveraines. Par la suite, les révisions à la baisse de la croissance, et l'augmentation de la charge de la dette ont continué de freiner la stabilisation de l'endettement. Plus profondément touchés, les pays débiteurs ont vu leur financement externe se tarir, ce qui a mécaniquement fait baisser l'activité économique (voir III), en particulier lorsque ce financement alimentait précédemment une bulle immobilière qui a fini par éclater (Espagne, Irlande).

L'augmentation généralisée de l'endettement public conjuguée à la faiblesse du secteur financier et aux déséquilibres externes dans certains pays de la zone euro (voir I et III) allait mener les marchés financiers à une **réévaluation fondamentale des risques souverains**, jusqu'alors uniformément jugés 'sans risque'. L'endettement excessif d'un pays par rapport à ses perspectives de croissance fut alors sanctionné par l'augmentation de ses taux d'emprunts.

Mais la détérioration de ces 'fondamentaux' n'allait rapidement plus expliquer les niveaux atteints par les taux d'emprunts des pays fragilisés. En réalité, les **lacunes intrinsèques de l'architecture de l'Union Monétaire** devenaient apparentes, remettant en cause l'irréversibilité proclamée de l'euro. Dans la mesure où ni les Etats membres ni la BCE n'étaient sensés porter secours à un Etat membre en difficulté, la montée des taux peut pousser un pays au défaut (impliquant l'abandon de l'euro). Cette perspective incitait les détenteurs de dettes des pays vulnérables à vendre pour se couvrir d'un tel risque. Cette dynamique auto-réalisatrice ne faisait qu'alimenter à la hausse les taux d'emprunt, risquant de transformer une crise de liquidité en crise de solvabilité (De Grauwe, 2011). Ces doutes, longtemps entretenus par les hésitations et réticences politiques à la mise en place de mécanismes de secours aux pays en difficulté, se sont à ce jour largement réduits grâce à

¹ Ces chiffres ne comptabilisent pas l'effet direct et potentiel sur la dette belge de la restructuration de Dexia fin 2012.

l'introduction de certains mécanismes de solidarité au sein de la zone euro (voir point B – en particulier FESF/MES et surtout programme de rachat de dette souveraine par la BCE (OMT)).

Dans ce contexte, pour stabiliser les dettes publiques, pratiquement tous les pays européens sont aujourd'hui contraints à **l'austérité budgétaire**. L'objectif est de dégager les surplus suffisants pour contenir, puis réduire l'endettement. Le renforcement des règles budgétaires européennes a formalisé et rendu contraignant cet exercice collectif ('semestre européen', 'six-pack', 'Pacte budgétaire', 'two-pack'). Mais soulignons le : la discipline du marché – crainte de voir les taux d'emprunt souverain augmenter - constitue aujourd'hui l'incitant majeur à l'austérité budgétaire plutôt que le renforcement de la discipline budgétaire - contraintes posées par des règles communes.

III. Crise des déséquilibres extérieurs

Depuis l'introduction de l'euro, la rapide expansion économique des pays 'périphériques' s'est faite via une **dépendance excessive au financement externe** (essentiellement via le crédit interbancaire). Or, dans un contexte où les intermédiaires financiers étaient insuffisamment surveillés, le crédit facile au secteur privé alimentait en réalité une consommation excessive et des investissements improductifs (notamment dans l'immobilier Espagnol et Irlandais). La facilité de financement a aussi conduit certains pays à engranger des déficits publics et à s'endetter au-delà de ce que les règles européennes préconisaient (Grèce, et dans une moindre mesure, Portugal). De manière générale, le boom du crédit et la croissance qu'elle générerait a conduit les Etats à augmenter leurs dépenses publiques sans suffisamment réaliser ou tenir compte du caractère insoutenable de cette croissance (Espagne).

Maintenant que les flux financiers extérieurs se sont tariés, les pays déficitaires se voient contraints de stabiliser leur endettement extérieur. Cela implique de réduire leurs déficits courants, autrement dit de réduire l'investissement et d'augmenter l'épargne domestique. Mécaniquement ceci n'est possible que si la balance commerciale s'améliore, soit parce que les importations baissent – ce qui suppose une diminution de la consommation interne – soit que les exportations augmentent. L'ajustement nécessaire fait donc directement écho à la compétitivité des économies débitrices. Coincés entre un euro trop cher et l'impératif de correction des déséquilibres externes, les pays périphériques doivent résorber leur déficit de compétitivité. Celui-ci se conçoit essentiellement dans sa dimension coût (ou prix) : la baisse relative des salaires, l'augmentation de la productivité, et au final une baisse relative des prix, doit permettre à l'économie de retrouver compétitivité et attractivité, et finalement la croissance.

Le soutien de la BCE et l'aide officielle extérieure (via prêts bilatéraux/FMI/FESF/MESF/MES) permettent d'éviter un effondrement économique en maintenant à flot l'Etat et les intermédiaires financiers (voir B). Ces financements alternatifs n'ont cependant pas vocation à être éternels. Les prêts officiels sont donc strictement conditionnés à ce que le pays applique les mesures jugées les plus adéquates aux yeux des créditeurs (et de leurs agents :

FMI, Commission et BCE – la dite ‘troika’) afin de corriger son déséquilibre budgétaire et d’ajuster sa compétitivité. Les pays qui ne sont pas soumis aux conditions attachées à un programme de prêts officiels, mais qui ont néanmoins accumulé des déficits extérieurs sont autant forcés de corriger leurs déséquilibres (Espagne, Italie).

B. Les mécanismes de solidarité au sein de la zone euro

En faisant abstraction de la politique d’aide régionale européenne préexistante à la crise, la solidarité entre les Etats membres de la zone euro s’est essentiellement développée selon deux axes : (i) l’assistance mutuelle véhiculée par les fonds de sauvetages (FESF/MES) et (ii) l’octroi par la BCE de liquidités au secteur financier (ainsi qu’un soutien à la dette souveraine). La combinaison de ces flux financiers alimente aujourd’hui largement les pays les plus en difficulté (Grèce, Irlande, Portugal, Chypre).

1. L’assistance mutuelle

L’assistance financière s’est organisée via le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF), remplacé à terme par le **Mécanisme Européen de Stabilité** (MES). Le MES dispose de son propre capital et bénéficie de la garantie de ses actionnaires - les Etats membres de la zone euro. Cette structure permet au fond d’emprunter sur les marchés financiers pour ensuite prêter aux pays en difficulté les montants empruntés. La capacité de prêt du MES est fixée statutairement à 500 milliards d’Euros. En d’autres termes, le fond agit comme un intermédiaire permettant à la zone euro d’emprunter collectivement afin de prêter assistance financière à un membre. Des conditions strictes sont attachées au soutien : le pays bénéficiaire doit s’engager à mettre en place des réformes devant lui permettre de contenir son endettement et de corriger son déséquilibre extérieur. Des prêts ont de cette manière été consentis à la Grèce (2010), à l’Irlande (2010) et au Portugal (2011) qui n’étaient plus capables de se refinancer seuls à un taux soutenable. L’Espagne a aussi bénéficié d’un prêt destiné à recapitaliser ses banques (2012). Le dernier programme d’assistance conclu en date est celui de Chypre (2013).

La solidarité que permet le MES équivaut à une **mutualisation des risques**. Le pays bénéficiaire est tenu de rembourser le fonds – et à travers lui ses partenaires de la zone euro. Tant que pays bénéficiaire ne fait pas défaut sur cette obligation, les autres Etats n’enregistreront pas la moindre perte financière. Dans le cas contraire, la dette du pays bénéficiaire deviendrait une dette commune à l’ensemble des pays de la zone euro. La dette du MES correspond donc à une dette ‘potentielle’ qui pourrait se réaliser et donc se mutualiser en cas de défaut du pays bénéficiaire. Cette possibilité ne peut pas être écartée : si en particulier la Grèce ne parvenait pas à contenir son endettement, elle pourrait être amenée à faire défaut sur une partie de ses prêts officiels. Par conséquent, bien qu’elle n’ait pas cette vocation, la solidarité actuelle sous forme de partage des risques pourrait évoluer vers une solidarité impliquant des transferts financiers directs.

L’exposition au risque résultant de cette mutualisation doit être mise en perspective. Par exemple, l’exposition maximale de la Belgique au travers des prêts à ce jours engagés

(déboursés ou non) par le FESF/MES est d'un peu moins de EUR 11 milliards, soit 2.8% de son PIB². En comparaison, l'aide totale consentie à ce jour par la Belgique à ses banques dépasse les 20% du PIB (aide directe et garanties).

2. La politique de la Banque centrale européenne

Le deuxième véhicule de solidarité est la **Banque Centrale Européenne (BCE)**. L'indépendance de celle-ci lui a permis d'agir résolument dans la gestion de la crise, en soutenant activement le secteur financier en facilitant son accès aux liquidités³. Les liquidités créées par les banques centrales des pays du sud et mises à la disposition des banques ont ainsi compensé partiellement la chute du financement privé extérieur⁴. Les banques des pays les plus en difficulté ayant plus recourus à ces liquidités, des déséquilibres entre pays de la zone euro se sont créés. La division débiteur-créditeur constatée dans la zone euro, s'observe désormais également au sein de l'Eurosystème : les banques centrales des pays débiteurs se sont devenues débitrices des banques centrales de pays créditeurs (en particulier Allemagne, Pays-Bas, Finlande et Luxembourg).

De manière similaire au MES, il s'agit ici d'une mutualisation de risques qui ne se transformeront théoriquement en dette pour les actionnaires de la BCE – les Etats membres de l'Eurozone – que si un pays devait quitter l'euro. Un large éclatement de la zone euro (sortie de la Grèce, de Chypre, du Portugal, de l'Irlande, de l'Espagne, et de l'Italie) nécessiterait une recapitalisation de la BCE, à laquelle la Belgique devrait participer à hauteur d'un montant équivalent à 9.7% de son PIB⁵ (à compter qu'une politique de monétisation soit exclue).

Un soutien additionnel de la BCE consiste en la possibilité de rachat potentiellement illimité de dette souveraine sur les marchés secondaires via son programme d'Opérations Monétaires sur Titres' (OMT) annoncé à l'été 2012. Cette annonce a eu jusqu'à présent un effet de détente significatif sur les marchés d'obligations souveraines. Au-delà de l'effet d'annonce, l'activation du programme reste cependant subordonnée à un processus politique. Le pays bénéficiaire doit au préalable obtenir une ligne de crédit auprès du MES – c'est-à-dire auprès de l'Eurogroupe – et donc se soumettre aux conditions attachées au soutien (Vanden Bosch, 2012).

² 3.72% des EUR 188.3 milliards engagés dans le FESF et 3.4771% des 110 milliards engagés dans le MES, soit EUR 10.48 milliards, représentant 2.8% du PIB nominal en 2012 (EUR 379 milliards).

³ Notamment : passage à une procédure d'appels d'offres à taux fixe intégralement servis (octobre 2008), baisse du taux directeur jusqu'à 0.75% (depuis juillet 2012) ; prolongement de la maturité de refinancement de 3 mois, à 1 an puis 3 ans (en novembre 2011 et février 2012) ; abaissement du seuil d'éligibilité de notation des titres adossés apportés en garantie pour le refinancement.

⁴ Les déséquilibres observés peuvent également être le reflet de la fuite des capitaux (transferts de dépôts d'une banque à l'autre au sein de la zone euro). Voir par exemple Buiter et al., 2011.

⁵ 5.48% des EUR 217 milliards (dette souveraine achetée par la BCE sous son programme pour les marchés de titre (SMP)) et des EUR 461 milliards (engagements consenti sous Target2), soit au total EUR 36.8 milliards, représentant 9.7% de son PIB (en valeur nominale de 2012). La clé de contribution (5.48%) correspond à sa proportion de capital libéré sur le total du capital moins les parts des pays qui auraient quitté l'euro.

2. Enjeu

Afin de bien cerner les enjeux actuels, deux scénarios sont décrits: (i) l'approche actuelle est poursuivie et (ii) un ou plusieurs pays quittent la zone euro. Cette mise en perspective permettra d'éclairer l'enjeu derrière la possibilité d'une solidarité plus poussée au sein de la zone euro.

A. L'approche actuelle - maintien de l'euro avec persévérance des efforts des pays débiteurs

Dans ce premier scénario, le rétablissement de la stabilité et de la confiance repose essentiellement sur l'effort individuel des membres de la zone euro – en particulier les pays débiteurs ou de la périphérie (Grèce, Irlande, Chypre, Portugal, Espagne et dans une moindre mesure l'Italie). Les contraintes sont importantes : les pays devant corriger leurs déséquilibres ne disposent ni d'une politique monétaire indépendante, ni de marge de manœuvre suffisante pour leur politique budgétaire. Leur rétablissement est par ailleurs freiné par la santé fragile de leur secteur financier et par la fragmentation financière dans la zone euro.

Dans ces conditions étroites, les **forces de marché** à l'œuvre dans la zone euro dictent largement la marche à suivre aux pays débiteurs. Du côté budgétaire, la pression exercée par les marchés sur les taux d'emprunt souverain les contraint à la poursuite de l'austérité budgétaire. Du côté macro-économique, l'accumulation passée de déficits externes et le désengagement du financement externe forcent à l'augmentation de leur balance commerciale. Soulignons encore une fois que cette logique de pression du marché est plus contraignante en soit que toute recommandation formulée par les institutions européennes portant sur le respect de la trajectoire budgétaire ou des réformes structurelles à mener.

Les pays débiteurs sont contraints à une '**dévaluation interne**'. L'amélioration de leur balance commerciale doit se traduire par une chute des importations et/ou augmentation des exportations. Pour ce faire, les salaires et les prix doivent s'ajuster à la baisse, et la productivité augmenter. L'effort implique une 'désinflation' ou déflation relative par rapport à leurs principaux partenaires économiques (modération salariale avec inflation limitée par rapport au reste de la zone euro). D'après certaines estimations, les prix en Espagne, en Grèce et au Portugal devraient se réduire de 25 à 35% par rapport à la moyenne de la zone euro (Goldman Sachs, 2013). La désinflation/déflation doit permettre à terme l'augmentation de la compétitivité par les coûts et les prix grâce à laquelle le pays devrait voir augmenter ses exportations et sa production locale.

Si l'**effort nécessaire** est difficile mesurer, il **sera forcément long et pénible**. Le principe peut se résumer comme suit pour les pays les plus touchés. Dans les années ayant suivi l'introduction de l'euro, la croissance était insoutenable, la convergence économique avec le nord de la zone euro était excessive, les salaires ont augmenté au-delà de ce que la productivité suggérait, les prix ont trop augmenté par rapport au développement et la compétitivité réelle. Ces pays doivent donc « remonter le temps » pour réaligner salaires et

prix à un équilibre soutenable: après les années de convergence excessive doivent suivre des années – peut-être une décennie – de divergence du sud par rapport au nord, jusqu'à ce que les pays du sud redeviennent « bon marché » (CESifo, 2012).

En dehors des mesures visant à rééquilibrer les finances publiques, les **réformes structurelles** introduites dans les pays débiteurs visent à faciliter cet ajustement à la baisse. Les réformes portant sur le marché du travail visent à la suppression de toute 'rigidité' du marché du travail entravant la baisse des salaires. Plusieurs types de réformes introduites à ce jour illustrent cet objectif de flexibilisation du marché du travail (Buti et al, 2012) : diminution du salaire minimum (Grèce), révision du système fixant le salaire minimum (Grèce, Irlande), mesures favorisant la décentralisation de la négociation salariale au niveau de l'entreprise (Grèce, Portugal, Espagne, Italie), mesures favorisant la renégociation de contrats collectifs (Grèce, Portugal, Espagne), augmentation de la flexibilité du temps de travail (Grèce, Portugal). D'autres réformes visent à augmenter la concurrence dans certains marchés de services ou de produits afin de renforcer la compétitivité et faciliter la désinflation générale de l'économie.

Certaines décisions **soulageant les efforts nécessaires sont possibles mais leur effet reste en pratique marginal** tant les contraintes du marché sont fortes et les mécanismes de solidarité entre les membres de la zone euro restent relativement limités. La Commission peut accorder des délais pour atteindre certains objectifs budgétaires - ce qu'elle a fait à plusieurs reprises - mais ceci ne change pas fondamentalement le besoin de consolidation budgétaire. Enfin, plus d'inflation dans le nord, notamment en Allemagne, faciliterait la désinflation dans le sud (De Grauwe (2012), Wolff (2012)). Mais à compter que cela soit politiquement acceptable et réalisable, l'effet d'une augmentation des salaires allemands, bénéficierait bien plus à ses voisins directs les mieux intégrés à son économie plutôt qu'au sud (Commission européenne, 2012b). De plus, les pays dont la structure des exportations est largement différente de celle de l'Allemagne ne profiteraient pas du déclin de la compétitivité coût allemande (Grèce, Portugal).

Par conséquent, la situation actuelle – le maintien de l'euro en comptant sur l'effort des pays les plus vulnérables – reste aujourd'hui instable. Pour envisager que tous les pays en difficulté parviennent à maintenir le cap de la désinflation compétitive, il faut soit partir du principe qu'un revirement économique finira bien par avoir lieu, soit que ces pays piégés dans la récession continueront à persévérer envers et contre tout, année après année.

B. Certains pays quittent la zone euro

Ce deuxième scénario peut s'envisager de deux manières. Il peut être considéré soit comme l'évolution du premier scénario en cas d'échec de celui-ci, soit comme une approche délibérée visant à accélérer une évolution jugée inévitable.

Qu'il soit craint ou souhaité, ce scénario souligne les **risques sociaux et politiques** inhérents à l'approche actuelle. En définitive, les citoyens les plus touchés par la crise et devant

consentir à des efforts importants pour maintenir leur pays dans la zone euro pourraient finir par y renoncer en se prononçant contre l'euro dans la rue et les urnes. C'est pourquoi, et pour anticiper ce qu'ils jugent inexorable, les plus dubitatifs à la 'dévaluation interne' lui préfèrent la 'dévaluation externe', bien plus expéditive. Certains ou plusieurs pays en difficulté quitteraient la zone euro et réintroduiraient leur propre monnaie nationale. Celle-ci se dévaluerait automatiquement, restaurant la compétitivité perdue.

Cette approche ne serait pour autant **pas indolore pour le pays quittant l'euro**. En premier lieu, l'objectif serait plus ou moins le même qu'une 'dévaluation interne' ce qui signifie donc bien que la question de la compétitivité du pays ne serait pas évitée. Bien qu'une dévaluation externe puisse à priori être moins ressentie, la compétitivité du pays ne serait rétablie que dans la mesure où l'inflation saurait être contenue, ce qui est loin d'être garanti. Par ailleurs, la nécessité de certaines réformes structurelles persisterait, tant pour assurer l'efficacité que l'équité sur certains marchés, notamment le marché du travail.

La **transition serait beaucoup plus brutale**. L'évolution économique, juridique et politique risque d'être désordonnée plutôt que graduelle, et présenterait en tout cas un saut vers l'inconnu. L'Etat ferait défaut sur au moins une partie de sa dette, la dévaluation rendant désormais impossible le remboursement complet de la dette libellée en euro. Ce défaut affecterait les banques et les épargnants domestiques. De nombreuses entreprises pourraient faire défaut sur ses dettes issues de contrats internationaux ou être contraintes à la faillite. Le défaut souverain affecterait sa crédibilité et couperait probablement le pays pendant un certain temps de ses possibilités de financements et investissements étrangers. La période d'instabilité durerait tant que la confiance dans les institutions du pays et le secteur financier ne serait pas rétablie.

Pour les créiteurs externes, la sortie engendrerait **pertes financières immédiates**. Une partie des dettes potentielles accumulées au sein du MES et de la BCE ces quelques dernières années se réaliseraient (voir supra : contexte point B : les mécanismes de solidarités). Les entreprises exposées à un risque de crédit seraient également affectées.

Un phénomène de **contagion financière** ne saurait être exclu. Une panique sur les marchés risquerait de pousser d'autres pays vulnérables hors de la zone euro et de paralyser le secteur financier provoquant une nouvelle vague de faillite bancaire et une profonde récession, analogue à celle provoqué par la chute de Lehman en 2008. Il est difficile de prévoir où la contagion s'arrêterait, et quelles mesures politiques sauraient être consenties pour solidifier une zone euro résiduelle et recentrée sur le nord.

A plus long terme, l'intégrité du projet européen serait autant affecté que l'intégrité et l'irréversibilité de la zone économique et monétaire, ce quelle qu'en soit la conception politique (notamment libérale, sociale ou écologique). Les conséquences pour l'Europe se feraient ressentir même si le (ou les) pays sortant(s) se maintiennent dans l'Union Européenne ce qui serait probablement le cas (même si a priori le Traité actuel ne prévoit pas cette possibilité). Le repli national risque d'être profond et généralisé. La désintégration financière européenne s'accélérerait plutôt que de se résorber. La concurrence des modèles économiques et sociaux nationaux s'intensifierait puisque les moyens de coopération

européenne auront largement disparus. La perspective de parvenir un jour à plus d'harmonisation fiscale et salariale sur l'ensemble du continent deviendrait plus hypothétique. Les pays sortant de l'euro en réintroduisant leur monnaie nationale, réintroduiraient par la même occasion une politique de change qui pourrait viser à des dévaluations compétitives.

3. Propositions

Des instruments additionnels de solidarité sont envisageables pour accompagner les efforts des pays les plus touchés, tout en consolidant l'architecture de l'UEM pour préserver l'euro. Le scénario actuel continuerait largement de prévaloir mais les nouveaux instruments réduiraient une partie du coût social engendré par l'ajustement, ce qui limiterait les risques d'un éclatement. Leur introduction nécessiterait une modification du Traité actuel.

A. Capacité fiscale assortie d'une capacité d'emprunt pour la zone euro

Envisager plus de solidarité implique forcément de dépasser la logique de solidarité sous forme de prêt, et d'évoluer vers une logique où la solidarité implique aussi certains transferts sans contrepartie financière, tout en restant conditionnels à la poursuite des ajustements (réformes structurelles et corrections budgétaires). A contrario, les instruments de soutien existants (MES et programme de rachat de dette souveraine par la BCE) suffisent.

La zone euro devrait dans ce cas être dotée d'une **capacité fiscale** et bénéficier d'un budget propre. Une taxe levée dans les pays de la zone euro (par exemple une part de la TVA ou de l'impôt des sociétés) alimenterait ce budget. Il faudrait en outre que le niveau européen dispose d'une certaine autonomie fiscale créant une marge de manœuvre supplémentaire, renforçant d'autant sa qualité de crédit.

Tout instrument de solidarité ne saurait reposer uniquement sur des transferts directs entre Etats membres. Pour limiter l'impact sur les finances publiques nationales, une **capacité d'emprunt** au niveau de la zone euro serait nécessaire. Les titres émis - des « Eurobonds »⁶ - bénéficieraient d'une structure de garantie forte : le budget annuel de la zone euro, le pouvoir fiscal fédéral, les garanties proportionnelles des Etats membres de la zone euro et, in fine, la garantie ne fût-ce qu'implicite de la BCE. Certaines dispositions assureraient que la capacité d'emprunt soit plafonnée, tout en lui assurant une marge de manœuvre nécessaire en période de crise généralisée.

La capacité budgétaire de la zone euro permettrait de développer différentes politiques.

⁶ Ceux-ci ne seraient pas comparables aux « Eurobonds » visant à une mutualisation des dettes moyennant les garanties solidaires des Etats.

- Transferts contra-cycliques conditionnés : les pays plus sévèrement touchés par une crise pourraient bénéficier de certains transferts, conditionnés par le respect des recommandations formulées par les institutions européennes (Wolf, 2012b ; Enderlein et al, 2013). Ces transferts pourraient être quasi automatiques en se référant à une mesure économique caractérisant un niveau important de récession. Plutôt que le niveau de chômage ou le niveau des taux d'emprunt, l'écart de production semble le meilleur indicateur possible. Un pays affecté par une crise (un « choc asymétrique ») bénéficierait temporairement d'un soutien de la part d'autres membres. Dans la mesure où les écarts de production sont fréquemment réévalués, un mécanisme de correction ('ex-post') du montant des transferts permettrait de limiter les inévitables controverses suscitées par ce type d'indicateur.
- Une politique budgétaire pour l'ensemble de la zone euro en période de crise : La création d'un budget de la zone euro ouvrirait une perspective de politique budgétaire commune à l'ensemble de la zone euro. En période de crise affectant tous ses membres, une politique de relance à l'échelle de la zone euro serait possible. Les pays en voie d'accession à l'euro pourraient également en être contributeur et bénéficiaire.

L'inconvénient majeur est que des biens communs – pouvant être l'objet d'une dépense publique – sont moins facilement définissables au niveau de la zone euro qu'au niveau national et au niveau de l'Union européenne. Appuyer l'intégration économique de la zone euro par certains programmes d'investissements pourrait néanmoins se concevoir, notamment dans les industries de réseau (transport, énergie, infrastructure IT). Bien que le budget européen pourrait exécuter ce genre de politique, le budget eurozone aurait l'avantage de pouvoir se financer partiellement par émission de dette, ce qui lui confère plus de marge pour agir de manière contra-cyclique.

- « Backstop » de l'Union bancaire : la circulation des capitaux est primordiale pour absorber des chocs économiques affectant certains pays de la zone monétaire. Cette capacité d'absorption par des capitaux privés est d'ailleurs bien plus importante que la capacité offerte par des transferts publics. Pour que les prêts et investissements transfrontaliers européens reprennent, il est essentiel que les problèmes structurels du secteur financier soient résolus. La construction en cours d'une Union bancaire vise notamment à assainir le secteur financier tout en limitant les retombées sur les contribuables nationaux.

Invariablement, des ressources européennes doivent être mobilisables en derniers recours, après la contribution des actionnaires et créiteurs des banques restructurées ('bail-in'). A court terme, le MES sera probablement utilisé comme 'backstop' budgétaire, afin de garantir des dépôts et le financement des résolution/restructuration. Néanmoins, la capacité fiscale européenne aurait l'avantage de ne pas être subordonné à un processus politique intergouvernemental et d'avoir une plus grande capacité potentielle, ce qui lui permettrait de faire face de manière souple à une crise bancaire d'une grande ampleur.

- A long terme, vers une restructuration des dettes nationales en dette européenne ?

L'introduction d'une capacité budgétaire avec capacité d'emprunt au niveau de la zone euro tracerait la voie vers la possibilité d'une restructuration des dettes souveraines nationales. Cela nécessiterait néanmoins de profondes étapes d'intégration politique, économique et sociale, allant bien au-delà des quelques améliorations de la gouvernance suggérés ici, mais cette perspective même lointaine mérite réflexion. Le niveau européen pourrait progressivement assumer une partie des dettes des Etats membres, à mesure que les moyens fiscaux communs se développeraient au niveau fédéral. En pratique, une partie des dettes nationales serait échangée contre de la dette européenne. A long terme, en atteignant un volume suffisant, les titres de dette de la zone euro seraient appelé à évoluer vers un actif « sûr », notamment capable de rivaliser avec les titres de la dette des Etats-Unis.

B. Renforcer la légitimité démocratique européenne

Une solidarité plus poussée n'est concevable que si elle est solidement encrée au sein d'un mode de gouvernance légitime. La solidarité actuelle est définie dans un cadre strictement intergouvernemental : les ministres des finances des pays de la zone euro rassemblés au sein de l'Eurogroupe détiennent le pouvoir de décision sur l'organisation de la solidarité par le biais des programmes d'assistance. Or, ce modèle horizontal actuel manque clairement de légitimité européenne : la voix de l'ensemble des citoyens européens concernés par l'avenir de l'euro est pratiquement inexistante.

Cette gouvernance qui s'est en grande partie imposée d'elle-même, dans l'urgence de la gestion de crise, montre ses limites. La somme des intérêts nationaux tend à se limiter à défendre l'intérêt commun européen que lorsque, au bord du gouffre, la situation l'impose. Les décisions de gestion de la crise ont donc eu tendance à être timides, tardives et prises avec la réticence dictée par l'intérêt national – en particulier celui des Etats membres créditeurs. L'intérêt commun européen n'est pas porté par la Commission limitée dans son rôle d'agent des Etats membres, leur fournissant assistance technique (aux côtés de la BCE et du FMI) mais ne disposant pas de pouvoir de décision, ni de la légitimité requise pour l'asseoir. Le Parlement européen est quant à lui largement écarté du processus décisionnel dans la résolution de la crise, celui-ci sortant largement du champ de la « méthode communautaire ».

Plus de solidarité nécessite donc de **quitter le modèle horizontal d'assurance mutuelle entre Etats vers un modèle plus fédéral** (voir Pisani-Ferry, (2012) pour une comparaison des modèles). Une capacité fiscale et d'emprunt européens ne peut se concevoir que si un contrôle démocratique suffisant se développe à ce même niveau européen. Un cadre 'fédéral', faisant un usage renforcé des institutions européennes existantes (moyennant certaines évolutions), aurait également l'avantage considérable de poser les nouveaux instruments dans la perspective de long terme de la construction européenne.

- Le **Parlement européen (PE)** aurait un rôle largement renforcé dans les matières économiques et financières concernant la zone euro. Puisque les nouvelles ressources auraient un caractère fédéral (zone euro), des parlementaires européens des pays de la zone euro contrôleraient l'usage du budget. Le pouvoir actuel du PE, limité par le Traité actuel à un droit d'information, évoluerait vers un pouvoir de décision, partagé avec l'Eurogroupe. Le PE en formation zone euro – notamment au sein de la commission des affaires économiques et financières – garantirait la légitimité et la défense de l'intérêt européen.
- L'**Eurogroupe** devrait être formellement institutionnalisé non pas sur un modèle voisin à celui du Conseil Européen mais sur celui du conseil de l'UE (Conseil des ministres), où les pouvoirs sont mieux partagés avec les autres institutions. Du mode de décision à l'unanimité, la majorité qualifiée pourrait se développer, en particulier sur l'usage du budget eurozone.

4. Synthèse

La crise de la zone euro est encore loin d'être résolue. Les efforts nécessaires pour réduire les déséquilibres budgétaires et macro-économiques au sein de la zone euro seront longs et pénibles. Afin de corriger une décennie d'endettement excessif encouragé par la provision de financement extérieur bon marché et l'excès d'optimisme quant à la croissance future, les pays de la périphérie de la zone euro doivent procéder à une 'dévaluation interne' impliquant inévitablement un coût social important.

Les instruments de solidarité développés jusqu'à ce jour ont évité que certains membres soient forcés de quitter la zone euro et ont contribué à l'accalmie relative sur les marchés financiers. Cette solidarité est loin d'être négligeable mais doit cependant être nuancée. Les prêts du FESF/MES et les provisions de liquidités au secteur financier par la BCE visent essentiellement à maintenir à flot les pays fragilisés. Dans la mesure où le défaut est évité, cette solidarité ne doit pas occasionner de transferts financiers directs entre pays.

Les risques liés à l'approche actuelle sont sociaux et politiques : les citoyens des pays débiteurs pourraient en venir à rejeter l'euro, désormais devenu une lourde contrainte plutôt que porteur d'un véritable projet politique européen. Un éclatement partiel de la zone euro et le repli national qu'il engendrerait auraient des conséquences désastreuses, hypothéquant les perspectives d'intégration européenne au-delà de la seule union monétaire.

Alors que la responsabilité de l'effort d'ajustement repose aujourd'hui sur les pays débiteurs, de nouveaux mécanismes de solidarité permettraient un soutien plus appuyé de l'effort, tout en contribuant à la correction de l'architecture de la zone euro – condition absolue au rétablissement définitif de la confiance dans la zone euro.

Un budget de la zone euro, assis par une capacité fiscale et d'emprunt, permettrait de limiter l'impact économique et social des ajustements économiques dans les pays les plus touchés, de faciliter l'assainissement du secteur financier et de développer une politique budgétaire commune contra-cyclique. En parallèle, la gouvernance de la solidarité évoluerait d'un modèle intergouvernemental où l'intérêt national prime sur l'intérêt européen, vers un modèle assurant légitimité démocratique au niveau européen.

Ces propositions se rapprochent largement des suggestions formulées par Herman van Rompuy ainsi que la Commission européenne en vue de compléter l'architecture de l'UEM (Van Rompuy, 2012; Commission européenne, 2012c). Ces projets ont à ce jour pourtant largement été ignorés par les dirigeants européens. Les élections européennes de 2014 présentent l'opportunité aux différents partis belges, en collaboration avec les partis européens auxquels ils s'apparentent au sein du Parlement européen, d'ouvrir le débat sur les changements à apporter à l'UEM, y compris des changements des traités européens.

Références

Buti, M. et Turrini, A. (2012), 'Slow but steady? Achievements and shortcomings of competitive disinflation within the euro area', ECFIN economic brief, Issue 16, novembre.

Buiter, Willem H., Ebrahim Rahbari and Jürgen Michels (2011) 'The implications of intra-eurozone imbalances in credit flows', Policy Insight N°57, CEPR, novembre.

Commission européenne (2012), 'Fiscal Sustainability report 2012', European Economy, N°8, décembre.

Commission européenne (2012b), 'Current Account surplus in the EU', European economy, N°9.

Commission européenne (2012c), 'Projet détaillé pour une Union économique et monétaire véritable et approfondie', COM(2012) 777 final, 28 novembre.

CESifo (2012), EEAG Report on the European Economy 2012, Chapter 2: The European Balance-of-Payments Problem, CESifo Group Munich.

De Grauwe, P. (2011), 'The Governance of a Fragile Eurozone', CEPS Working Documents, CEPS, Brussels, May

De Grauwe, P. (2012) 'In Search of Symmetry in the Eurozone', Policy Brief No. 268, CEPS

Enderlein, H., Guttenberg, L. et Spiess J. (2013), 'Making one size fits all, designing a cyclical adjustment insurance fund for the eurozone', Policy paper 61, Notre Europe, 23 janvier.

Goldman Sachs Economics Research (2013), European Economics Analyst, 17 January, No. 03, cité dans Sinn, Hans-Werner, (2013), 'Austerity, Growth and Inflation. Remarks on the Eurozone's Unresolved Competitiveness Problem', No 4086, CESifo Working Paper Series, CESifo Group Munich.

Merler, S. et Pisani-Ferry, J. (2012), 'Sudden stops in the euro area', Bruegel policy contribution, Issue 2012/06, 29 mars.

Pisani-Ferry, J. (2012), 'Assurance mutuelle ou fédéralisme: la zone euro entre deux modèles', Journées de l'économie de Lyon 2012

Vanden Bosch, X. (2012), 'Preventing the rise of borrowing cost in the eurozone : what can the ESM and the ECB achieve ?', Egmont paper 56, novembre.

Van Rompuy, H. (2012), "Vers une véritable Union Economique et Monétaire", Conseil Européen, 5 décembre.

Wolff, Guntram B. (2012) 'Arithmetic is absolute: euro area adjustment', Policy Contribution 2012/09, Bruegel

Wolff, Guntram (2012b) 'A budget for Europe's monetary union', Policy Contribution 2012/22, Bruegel