



II/ La zone euro en crise existentielle

*Anne-Laure Delatte**

En 2000, l'économiste américain Milton Friedman (1912-2006), lors d'une conférence à la Banque du Canada, répondait en ces termes au Canadien Michael Bordo à propos de l'avenir de l'euro : « Je pense que l'euro est dans sa phase de lune de miel. J'espère que le projet réussira mais mes attentes sont faibles. Je pense que des différences entre les pays vont s'accumuler et que des chocs non synchrones vont les affecter. [...] L'Irlande [...] a besoin d'une politique monétaire très différente de l'Espagne ou de l'Italie. Pour des raisons purement théoriques, il est difficile de croire que [l'euro] sera un système stable pendant une longue période. Si nous regardons l'histoire récente, [les Européens] ont essayé d'avoir des taux de change rigides dans le passé, et à chaque fois cela a échoué. En 1992, 1993, vous avez eu les crises. Avant cela, l'Europe avait le [Serpent monétaire européen], puis il a échoué et il a été remplacé par autre chose. Donc, le verdict n'est pas sur l'euro même. Celui-ci a seulement un an. Donnez-lui le temps de développer ses problèmes » (traduit de l'anglais).

La zone euro est-elle en train d'échouer ainsi que l'avait auguré Milton Friedman ? Les presque vingt ans qui nous séparent de son jugement sévère nous permettent d'en mesurer le caractère prémonitoire. En effet, dix ans après son introduction, la monnaie unique a subi une crise majeure. Et, comme l'annonçait l'économiste américain, cette crise est venue sanctionner

* Anne-Laure Delatte est directrice adjointe du CEPII, responsable du programme de recherche Macroéconomie et finance internationales.

l'accumulation de déséquilibres entre les membres de la zone euro. Dans la première partie de ce chapitre, nous reviendrons sur ces déséquilibres et les mécanismes additionnels qui ont amplifié la crise.

Notons que Milton Friedman mobilisait la théorie économique (celle des zones monétaires optimales du Canadien Robert Mundell) pour souligner l'insoutenabilité économique du choix politique des artisans du projet européen. Mais c'était sans doute en méconnaître la philosophie. Dans ses mémoires, Jean Monnet écrivait en 1976 : « L'Europe se fera dans les crises et elle sera la somme des solutions apportées à ces crises. » Sa conception était celle d'une stratégie d'intégration fonctionnaliste, secteur par secteur : d'abord le charbon et l'acier, puis l'ensemble du marché des biens, suivi du marché des capitaux, etc. À chaque étape, des institutions manqueraient, mais seraient adoptées au fur et à mesure pour avancer. Les Européens étaient donc conscients de ne pas réunir les conditions nécessaires pour une unification monétaire, mais ils pensaient pouvoir la compléter après son adoption, et notamment lors de crises qui feraient réaliser la nécessité des changements institutionnels. C'est en partie ce qui s'est passé. Dans la deuxième partie de ce chapitre, nous détaillerons les réformes adoptées pendant la crise, qui ont permis de « compléter l'euro ». Néanmoins, nous évoquerons aussi les failles qui subsistent malgré ces réformes. Nous verrons que les pas qui restent à franchir se heurtent à une division politique au sein de la zone.

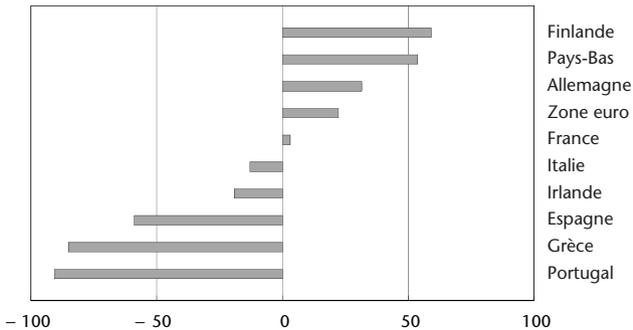
Puis, dans une troisième et dernière partie, nous aborderons la question la plus délicate, celle des perspectives.

Une première décennie en déséquilibres

La divergence

La prédiction de Milton Friedman sur l'« accumulation des différences » s'est réalisée au cours de la première décennie d'existence de la zone euro, qui s'est caractérisée par une divergence croissante des balances courantes entre les pays membres [Baldwin et Giavazzi, 2015]. Certains pays ont largement accru leurs exportations, comme la Finlande, les Pays-Bas ou l'Allemagne, tandis que d'autres accumulaient des déficits courants (graphique 1). Ainsi, la Finlande détenait un record avec un excédent cumulé de 59,1 % du PIB entre 1999

Graphique 1. Soldes cumulés de balance courante, 1999-2008
(en % du PIB)



Note : le tableau présente la somme des positions courantes annuelles entre 1999 et 2008 permettant d'identifier les déséquilibres commerciaux structurels en zone euro. Le premier groupe de pays a accumulé des déficits courants, le second des surplus.

Source : Eurostat.

et 2008, talonnée par les Pays-Bas et l'Allemagne. Au cours de la même période, le Portugal et la Grèce avaient accumulé, en neuf ans, des déficits qui atteignaient presque l'équivalent d'une année de production.

Pourquoi l'introduction d'une monnaie unique a-t-elle provoqué une telle polarisation des soldes commerciaux ? Le phénomène n'est pas complètement nouveau : l'accumulation de déficits courants dans les pays de la périphérie (Espagne, Grèce, Irlande, Italie, Portugal) rappelle, dans une certaine mesure, la situation de certains pays émergents (d'Amérique latine et d'Asie du Sud-Est notamment) dans les années 1990. Dans les deux cas, un afflux de capitaux étrangers, lié pour les pays de la zone euro à l'introduction de la monnaie unique et pour les pays émergents à la libéralisation de leur compte de capital, est venu financer des dépenses domestiques supérieures à leurs revenus.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer la défaillance de mécanismes correctifs qui auraient dû, en théorie, venir réduire ces déséquilibres.

Premièrement, les pays de la zone euro qui étaient en rattrapage ont connu un boom du crédit qui s'est dirigé vers le secteur immobilier, la santé, le service à la personne, etc., c'est-à-dire des secteurs abrités produisant des biens ou des services

qu'on ne peut pas exporter. Ces secteurs ont enregistré une forte croissance, parfois même des bulles (dans l'immobilier), et les investissements dont ils ont bénéficié ont permis d'améliorer le niveau de vie. Mais, parallèlement, l'augmentation des prix et des salaires qui s'est ensuivie dans l'ensemble de l'économie s'est traduite par une baisse de compétitivité, phénomène déjà observé dans de nombreux pays émergents. Deuxièmement, les ménages et les entreprises d'Allemagne et d'autres pays du Nord ont augmenté leur épargne, ce qui s'est traduit par une amélioration de leur balance courante.

Troisièmement, on a assisté à une modération salariale au cours des années 2000 en Allemagne telle que le coût unitaire du travail n'y a pratiquement pas augmenté (+ 0,74 % entre 2000 et 2008) alors que, dans le même temps, en Espagne ou en Grèce par exemple, il augmentait fortement (+ 32 % et + 34 % respectivement). La compétitivité des exportations allemandes s'en est trouvée améliorée et les excédents courants de ce pays se sont ainsi accumulés.

Quatrièmement, il n'existe pas un marché du travail unifié sur le continent européen, en raison de différences de langue, de réglementations, de législations et conventions salariales (salaire minimum, heures, congés, etc.). Cette fragmentation du marché du travail est un frein patent à la mobilité du travail qui aurait dû en théorie (celle des zones monétaires optimales) réduire les déséquilibres.

Au total, il n'existe clairement pas une seule explication et un seul type de frictions. L'accumulation des déséquilibres est le fruit d'une combinaison de facteurs, qui ont malheureusement été négligés avant la crise [Piton, 2018].

On peut s'interroger sur les raisons de cet aveuglement. D'une part, les déséquilibres courants n'étaient pas surveillés par les instances européennes. Le traité de Maastricht focalisait la contrainte sur l'équilibre budgétaire, c'est-à-dire les comptes de l'État, la différence entre ses dépenses et ses recettes. Or l'Irlande et l'Espagne, qui ont subi la défiance des marchés en 2010, respectaient les objectifs budgétaires, mieux même que la France et l'Allemagne. À l'inverse, la surveillance des comptes courants n'était pas prévue par les traités. Les concepteurs de l'Union monétaire pensaient, en effet, que les contraintes de balance des paiements, reflétant l'écart entre épargne et investissement, disparaîtraient sous l'effet de la libre circulation des capitaux

[Commission européenne, 1990], comme dans les modèles de marchés parfaits. Par ailleurs, la correction des déséquilibres aurait impliqué de prendre des mesures très impopulaires politiquement pour ralentir cette croissance, alors même que celle-ci s'accompagnait d'une baisse du chômage et d'une amélioration des conditions de vie dans les pays en rattrapage. Dit autrement, les intérêts politiques en place n'étaient pas alignés avec les contraintes de long terme.

Une crise de la dette privée déguisée en crise de la dette publique

Ce cycle de croissance s'est arrêté assez brutalement sous le choc de la grande crise financière de 2008. La dynamique macroéconomique de la crise européenne est assez classique, du moins au départ. En effet, l'accumulation des déficits courants, qui n'avait posé aucun problème au cours de la première décennie, car interprétée comme la manifestation d'un processus de rattrapage, s'est transformée en point faible quand les capitaux étrangers se sont raréfiés. Les entreprises privées et les ménages qui avaient emprunté pendant la phase de boom (pour investir et consommer plus qu'ils ne produisaient) se sont trouvés fort dépourvus quand la crise américaine a asséché les marchés de capitaux internationaux. Les dettes privées s'étaient accumulées en corollaire des déficits courants et, quand les capitaux étrangers se sont raréfiés, il est devenu plus difficile de rembourser ses dettes. C'est la dynamique très classique d'une crise de balance des paiements.

Cinq pays en particulier ont ainsi connu des sorties soudaines de capitaux. L'Irlande fut le premier pays à être touché, avec des sorties de capitaux dès le premier trimestre 2008 avant même que la crise des *subprimes* ne devienne systémique. En un an, l'Irlande a perdu en capitaux privés étrangers l'équivalent de 40 % de son PIB. En Grèce, les capitaux ont cessé d'affluer au début de l'année 2008, mais la sortie massive a eu lieu en fin d'année 2009, après l'annonce par le gouvernement Papandreou que les données des finances publiques déclarées jusque-là étaient manipulées et sous-estimaient le déficit et la dette. Puis ce fut au tour du Portugal de subir des pertes massives de capitaux étrangers. L'Espagne et l'Italie, qui avaient essuyé moins de fuites en 2010, ont vu fuir des capitaux en 2011, lors du second programme d'aide à la Grèce, ce qui suggère un effet de contagion entre les pays [Merler et Pisani-Ferry, 2012].

La crise de l'euro est donc bien une crise de la dette, mais pas de la dette publique : seuls deux pays, la Grèce et l'Italie avaient accumulé des déficits publics excessifs au regard des critères de Maastricht. En 2007, l'Espagne affichait une dette publique égale à 53 % de son PIB, l'Irlande, 66 % de son PIB et le Portugal, 77 % de son PIB (à comparer, par exemple, avec la France dont la dette représentait alors 78 % du PIB).

Le cercle vicieux entre risque bancaire et risque souverain

S'il existe une taxonomie des crises économiques qui repère les points communs entre elles, chaque crise a toujours sa singularité. Celle de la crise européenne, qui a transformé une crise de balance des paiements en véritable panique financière, réside dans le lien entre le souverain et les banques.

La détention par les banques de titres de dette publique déclenche une dynamique explosive quand les investisseurs perdent confiance dans les finances publiques d'un pays. Ainsi, les taux exigés augmentent aux nouvelles adjudications, ce qui rend plus incertain le remboursement de la dette publique. Le risque souverain se transmet alors aux banques, parce que celles-ci détiennent ces titres de dette publique dans leur bilan et aussi parce que certaines d'entre elles, « trop grosses pour faire faillite », bénéficient d'une garantie implicite que les gouvernements mobiliseront les finances publiques pour éviter leur faillite. Ainsi, entre 2008 et 2011, 1 600 milliards d'euros d'argent public ont été consacrés au redressement du secteur financier européen (touteurope.eu). Le risque souverain augmente le risque bancaire qui rétroagit sur le risque souverain. S'engage alors une spirale infernale entre la détérioration des bilans bancaires et la hausse du risque souverain, l'une nourrissant l'autre (la *doom loop* selon l'expression anglo-saxonne). Cela entraîne des mécanismes autoréalisateurs tels qu'un événement économique ou politique augmentant l'un des deux risques entraîne la réalisation des deux simultanément [Acharya *et al.*, 2014].

Il fallait arrêter la spirale infernale souverain-banques. Seule la banque centrale, qui jouit d'un accès infini à la liquidité, en avait le pouvoir. Mais les programmes d'achat de titres souverains sur le marché secondaire ne suffisaient plus. La Banque centrale européenne a alors mis en place un programme direct de prêts aux banques privées. Puis il a fallu la déclaration en juillet 2012 de Mario Draghi, le gouverneur de la BCE, affirmant qu'il « ferait

tout ce qu'il faut pour sauver l'euro », pour enfin renverser les courbes et détendre les primes de risque sur les souverains et sur les banques. La panique était enfin contenue. Pour autant, la crise dans l'économie réelle a duré encore, et il a fallu attendre 2014 pour observer l'amorce d'une reprise dans la zone euro.

Les réponses à la crise : les pas de géant, les faux pas et les chutes

Des réformes pour compléter l'euro

Depuis 2008, les Européens ont démontré qu'ils n'étaient jamais mieux mobilisés que pendant une crise leur faisant réaliser la nécessité du changement.

Un Fonds européen a été créé en juin 2010 pour venir en aide à la Grèce. Ce fonds, temporaire dans un premier temps, est devenu une facilité permanente, appelée le Mécanisme européen de stabilité (MES), entré en vigueur en 2012 après la ratification d'un nouveau traité. En tout, près de 255 milliards ont été déboursés : après la Grèce en 2010, l'Irlande a en a bénéficié en février 2011, le Portugal en juin 2011, la Grèce à deux reprises supplémentaires en mars 2012 et en août 2015. L'Espagne a aussi puisé dans ce fonds pour recapitaliser ses banques en décembre 2012 et Chypre a suivi en mai 2013. Au total, le MES dispose d'un capital de 800 milliards d'euros qui constitue un levier pour émettre de la dette dans une plus large proportion. En outre, le FMI peut coopérer en participant financièrement aux plans d'aide.

Les règles budgétaires en vigueur avant la crise ont été jugées inefficaces, à cause notamment de l'Allemagne et de la France, qui elles-mêmes ne les respectaient pas. Aussi, un nouveau traité budgétaire (pacte budgétaire européen signé en 2012) a été ratifié pour réformer les règles fiscales et organiser une coordination budgétaire entre les membres de la zone euro. C'est à cette occasion que le Semestre européen a été créé, notamment pour encadrer les orientations budgétaires des États membres (dans le premier semestre de l'année entre janvier et juin), puis veiller à la mise en œuvre des engagements budgétaires (dans le second semestre entre juillet et décembre). Cette nouvelle procédure a été mise en place pour renforcer la crédibilité des règles budgétaires en forçant leur mise en œuvre. C'est la première fois qu'une coordination des politiques économiques entre pays membres a

été rendue opérationnelle par un dialogue entre la Commission européenne et les Parlements nationaux.

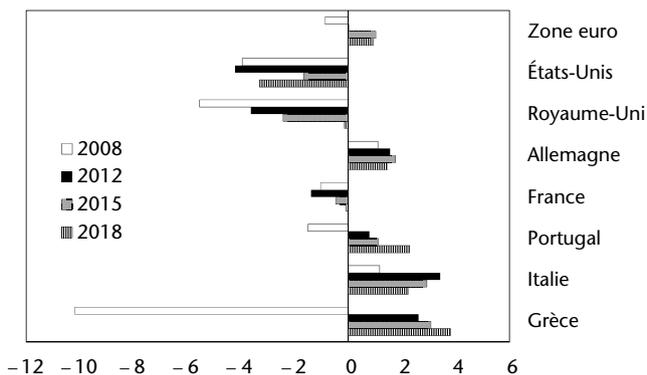
Un autre chantier d'envergure a vu le jour à la suite de la crise : l'Union bancaire pour organiser à l'échelle européenne la surveillance et la résolution des difficultés des banques. Rompre le cercle vicieux entre risque bancaire et risque souverain et remédier à la fragmentation observée au cours de la crise en sont les deux motivations majeures. En effet, l'intégration bancaire qui avait suivi l'introduction de la monnaie unique a volé en éclats : les banques européennes qui avaient développé les activités transfrontalières, servant des clients étrangers, se sont repliées sur leur propre marché. La fragmentation du marché a été telle que les bénéfices de la première décennie de l'euro ont été effacés [Bouvatier et Delatte, 2015]. Pour y remédier, la BCE est devenue, en 2014, le superviseur unique des plus grandes banques de la zone euro. Le deuxième volet de l'Union bancaire vise à briser la spirale infernale entre banques et souverains en créant un fonds de résolution unique, financé par les banques elles-mêmes et qui devrait être abondé sur une période de huit ans à hauteur de 55 milliards d'euros. La création d'un système européen d'assurance des dépôts, troisième volet de l'Union bancaire, se heurte à beaucoup de résistances et n'a toujours pas été adoptée [Couppey-Soubeyran, 2016].

L'ajustement budgétaire pour rassurer les marchés

Face aux tensions sur les marchés financiers entre 2011 et 2012 qui manifestaient la défiance des investisseurs vis-à-vis de certaines dettes publiques, la réduction des déficits publics est devenue une priorité. Comme on l'a dit plus haut, le nouveau traité budgétaire mettait en place de nouvelles procédures pour coordonner les efforts des différents pays à partir de 2012. La zone euro dans son ensemble est alors entrée dans une période d'ajustement budgétaire.

Comparés aux États-Unis et au Royaume-Uni, les pays de la zone euro ont dû réaliser de gros efforts budgétaires pour améliorer leurs soldes structurels (soldes corrigés des effets conjoncturels liés par exemple à une variation des coûts d'emprunt). La zone prise dans son ensemble est ainsi passée d'un déficit en 2008 à un surplus structurel en 2013 (graphique 2). Les États-Unis et le Royaume-Uni ont aussi réalisé des ajustements, mais ont conservé un déficit structurel sur l'ensemble de la période. L'Allemagne n'a connu

Graphique 2. Solde budgétaire structurel
(en % du PIB)



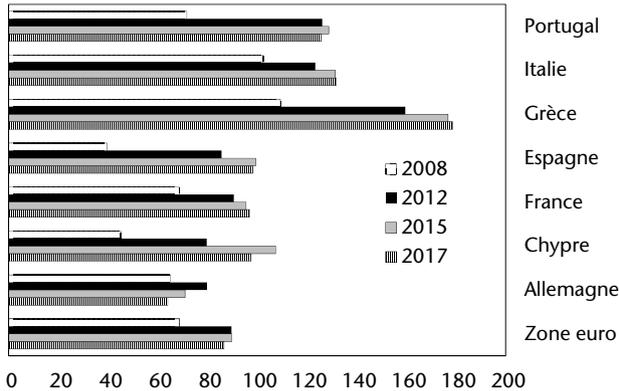
Source : à partir d'Eurostat.

qu'une année de déficit en 2010, puis elle a restauré son excédent stabilisé autour de 1,6 % du PIB. Pendant ce temps, la France a d'abord réduit progressivement son déficit, puis a accéléré ses efforts à partir de 2013, parvenant à un quasi-équilibre en 2018. Les efforts les plus importants ont été réalisés par les trois pays qui étaient le plus sous la pression des marchés : le Portugal est ainsi passé d'un déficit structurel de - 8,3 % du PIB en 2010 à un surplus structurel de 1,4 % du PIB en 2013; l'Italie d'un surplus structurel de 0,51 % du PIB en 2010 à 3,63 % en 2013 ; la Grèce d'un déficit structurel de - 7 % à un surplus structurel + 5 % de son PIB.

Des faux pas

Si les efforts budgétaires ont permis de dégager des excédents, le bilan est moins positif quand on examine le stock de dette des pays périphériques (graphique 3). En moyenne, en zone euro, la dette publique représente 86,7 % du PIB en 2017, soit une baisse de 5 points de PIB par rapport à son plus haut en 2014. Mais cette moyenne cache des disparités importantes, avec des situations préoccupantes dans certains pays où la dette publique est au-dessus de la moyenne de la zone euro. Dans les trois pays qui ont réalisé l'effort structurel le plus important, à savoir la Grèce, l'Italie et le Portugal, le ratio de dette publique reste bien plus important que la moyenne : la dette grecque représente toujours

Graphique 3. Dette publique brute en zone euro
(en % du PIB)



Source : à partir d'Eurostat.

178 % du PIB grec, c'est-à-dire deux fois la situation moyenne en zone euro ; la dette italienne 131,8 % du PIB et celle du Portugal 125,7 % du PIB. L'Espagne et Chypre présentent aussi un ratio supérieur à la moyenne de la zone euro (respectivement 97 % et 97,5 %). La France est le seul pays, dit du centre, où le ratio de dette publique dépasse la moyenne de la zone euro (97 % du PIB en 2017).

Les efforts budgétaires réalisés ne se sont donc pas traduits partout par une réduction du ratio de dette publique rapportée au PIB. En réalité, comparée à celle de 2010, la situation a eu tendance à se polariser. Les pays sous pression des marchés financiers ont eu tendance à détériorer leur ratio en dépit de leurs efforts budgétaires. Par conséquent, les difficultés budgétaires se sont aggravées dans certains pays membres et l'édifice est toujours aussi fragile.

La spirale infernale toujours active

Le talon d'Achille de la zone euro reste le poids de certaines dettes publiques. Dans ces pays, la spirale infernale entre souverain et banques menace toujours et la vulnérabilité, face à des événements économiques ou politiques détériorant la confiance des investisseurs, reste grande.

L'Italie en a fourni une illustration au printemps 2018. L'arrivée au pouvoir italien d'une coalition eurosceptique entre la Ligue et le Mouvement 5 Étoiles a de nouveau embrasé la zone dans une dynamique proche des crises bancaires de l'été 2012. En annonçant un programme économique qui prévoyait des baisses d'impôts et des mesures de protection sociale supplémentaires, la coalition signalait aux investisseurs que l'équilibre budgétaire n'était pas leur priorité. Étant donné la situation déjà fragile des banques italiennes, il n'en a pas fallu plus pour réveiller les vieux démons de la spirale infernale entre risque souverain et risque bancaire. Le fonds de résolution unique mis en place dans le cadre de l'Union bancaire n'a guère paru suffisamment rassurant pour calmer le jeu. D'une part, les contributions collectées jusqu'ici sont encore maigres (17 milliards d'euros en 2017). D'autre part, son usage pourrait bien envoyer des signaux négatifs aux marchés, d'où la réticence des gouvernements à le mobiliser.

Le déficit de croissance en Europe

Le potentiel de croissance de long terme en zone euro est plus faible qu'aux États-Unis, ce qui assombrit l'horizon économique de la zone. L'OCDE estime ainsi que la croissance potentielle — c'est-à-dire la croissance que l'économie peut maintenir à long terme sans qu'apparaissent de tensions au niveau des facteurs de production — se situe autour de 1,2 % en zone euro contre 2 % aux États-Unis. Cet écart est très important et il s'est creusé au cours de la dernière décennie. En supposant une relation assez simple entre la croissance et l'emploi à l'instar de la loi d'Okun, l'Europe créerait quelque 500 000 emplois supplémentaires par an si sa croissance atteignait 2 % par an [BCE, 2011]. Une autre conséquence est que, structurellement, les reprises sont plus molles. Cela fragilise clairement la zone, autant exposée aux chocs financiers internationaux que les autres mais avec une moindre capacité à s'en relever.

Le chômage et la montée des populismes

Le taux de chômage s'élevait à 9,1 % dans la zone euro en 2017 et retrouvait son niveau d'avant 2008. Mais, là encore, la moyenne cache de grandes disparités : en Allemagne, le taux de chômage monte à 7,8 % en 2009 puis redescend pour atteindre 3,8 % de la population active en 2017. En Grèce et en Espagne, au pire de la

crise en 2013, il a atteint respectivement 27,5 % et 26,1 % de la population. Plus d'une personne sur quatre n'avait pas d'emploi. Il a baissé progressivement, mais reste à des niveaux très élevés : 21,5 % et 17,2 % respectivement. Au-delà de l'hétérogénéité entre les pays du centre et ceux de la périphérie, de fortes disparités existent à l'intérieur même de chaque pays. Par exemple, en 2016 et 2017, dans le nord de la Grèce, le chômage atteignait 30 %, alors que, dans les régions touristiques de la mer Égée, il fluctuait entre 15 % et 21 %. De même, en Italie, le taux de chômage oscillait entre 6 % et 7 % au nord (Trento, Vénétie, Friuli-Venezia) et dépassait 20 % au sud (Campania, Calabre et les Pouilles).

Ce chômage élevé participe à un mouvement de défiance envers les institutions européennes. Si les programmes électoraux fondés sur une sortie de l'euro sont encore majoritairement rejetés par la population, un discours plus diffusément antieuropéen s'est largement renforcé depuis 2012. Cette montée du vote extrême et populiste ne peut pas être attribuée à l'euro puisqu'il s'étend au-delà de la zone euro, de la Hongrie au Royaume-Uni, jusqu'aux États-Unis. Le chômage apparaît comme un facteur vraisemblablement aggravant. Une étude l'identifie comme un facteur déterminant du vote populiste en Europe, de la montée des partis *antiestablishment*, de la perte de confiance dans le politique et dans les institutions européennes [Algan *et al.*, 2017]. Un point de chômage en plus augmenterait de 2 à 3 points le vote *antiestablishment*.

Quel avenir pour la zone euro ?

Des propositions de réformes économiques

La crise a démontré que la monnaie unique était une institution très incomplète lors de son introduction. Les réformes adoptées pendant la crise pour faire face aux tensions des marchés financiers ont contribué à la compléter. Pour autant, la zone euro reste vulnérable à des chocs politiques et économiques. Beaucoup reste à faire.

Plusieurs collectifs d'économistes proposent depuis plusieurs années des pistes supplémentaires. Michel Aglietta a mis très tôt l'accent sur les défauts de coordination des politiques économiques et l'insuffisance des investissements de long terme [Aglietta et Brandt, 2013]. En 2014, Pierre Pâris et Charles Wyplosz avaient proposé un plan de restructuration des dettes

des pays fragiles (plan PADRE). En 2016, Markus Brunnermeier et son collectif avaient des propositions assez techniques pour doter la zone euro d'un actif sûr sous la forme d'une tranche senior (la moins risquée) d'un portefeuille d'obligations souveraines d'États membres de la zone euro. Giancarlo Corsetti et son collectif proposaient la même année un schéma de restructuration des dettes souveraines. En 2017, Thomas Piketty publiait avec une juriste et deux politologues un traité de réforme de la gouvernance politique européenne [Hennette *et al.*, 2017]. Ils mettaient en garde contre les défauts de coordination politique au sein de l'actuel conseil européen composé d'un seul représentant des gouvernements nationaux. Pour y remédier et tenir compte de la diversité d'intérêts au sein de la zone, ils proposaient la création d'une seconde chambre parlementaire européenne constituée de députés nationaux de chaque État membre. Enfin, en 2018, le Groupe 14, composé d'économistes français et allemands et conduit par Jeromin Zettelmeyer, proposait un accès au MES conditionné au respect des règles budgétaires, une refonte de ces règles, et prévoyait également l'introduction de règles prudentielles limitant la concentration de titres nationaux dans les bilans bancaires.

Au niveau politique, les difficultés du dialogue franco-allemand ont constitué un obstacle sérieux à la prise en considération de ces propositions de réforme. Emmanuel Macron a été élu en partie sur l'espoir qu'il parvienne à renouer ce dialogue. Une fois élu président de la République, il s'est engagé avec la chancelière allemande Angela Merkel à proposer un agenda commun de réformes au cours des sommets de la zone euro. Au printemps 2018, ils ont notamment proposé un budget commun exclusivement pour la zone euro (et non plus seulement pour l'Union européenne) et un ministre des Finances sous contrôle du Parlement européen mais, de l'avis de tous les collectifs, les moyens déployés sont insuffisants pour avoir un impact réel.

Le retour du politique

Le raisonnement économique se heurte en effet à la réalité politique. Toutes les solutions économiques qui ont été proposées mènent à une impasse politique entre les pays créanciers et les pays débiteurs : les premiers exigent de la discipline budgétaire des seconds avant de consentir des mesures de solidarité ; les seconds souhaitent au contraire d'abord desserrer l'étouffement budgétaire

pour relancer leur économie. En attendant, la Banque centrale européenne joue les pompiers en prêtant directement aux banques, au risque d'accroître l'instabilité financière de la zone euro.

Autrement dit, la zone euro souffre surtout de défaut de coordination ; appréhender la complexité européenne requiert de combiner l'analyse politique et le raisonnement économique. Les travaux des politistes soulignent souvent les incohérences de la coordination politique européenne, certains évoquant une chute en avant [Jones *et al.*, 2015]. À chaque étape, les États membres ayant des préférences diverses, négocient en mode intergouvernemental et adoptent des réformes sur la base du plus petit dénominateur commun. Ces réformes « incomplètes » libèrent des forces, qui mènent d'un côté à plus d'intégration et de l'autre à la prochaine crise. Les États membres répondent alors à la crise à nouveau par des réformes incomplètes toujours fondées sur le plus petit dénominateur commun. Selon ces auteurs, ce cycle séquentiel de réformes au coup par coup, suivi d'un échec de coordination politique et de nouvelles réformes incomplètes, a été le processus de décision sous-jacent au projet européen et à la monnaie unique.

Aujourd'hui, l'agenda de réformes nécessaires pour compléter la monnaie unique est connu de tous, il repose sur des mécanismes de stabilisation et de transferts budgétaires pour faire face à des chocs. Mais l'adoption d'un budget fédéral de taille conséquente ou de mécanismes d'assurance commun ne semble pas politiquement réaliste à court terme. À défaut d'un mode de coordination permettant de dépasser les préférences divergentes des pays créanciers et débiteurs de la zone, mieux vaut peut-être ne pas adopter une nouvelle réforme incomplète qui mènerait à une nouvelle crise. Des voix s'élèvent ainsi pour défendre que « pas d'accord vaut mieux qu'un mauvais accord ». Ce *statu quo* est soutenable tant que la Banque centrale continue de fournir la liquidité en dernier ressort, si tant est que l'édifice puisse ainsi continuer de reposer tout entier sur les épaules de la BCE.

En conclusion, le choc de la crise financière américaine est venu ébranler l'édifice fragile de l'Union monétaire européenne, dix ans à peine après son avènement. L'assèchement de la liquidité internationale a touché les pays qui avaient accumulé le plus de déficits courants. Les risques privés pris en charge en partie par les États ainsi que les effets de cycle ont creusé les déficits publics. La crise s'est alors muée en crise souveraine ; risque souverain et

risque bancaire sont entrés dans une spirale infernale. À défaut d'avoir mis en place les mécanismes institutionnels nécessaires pour interrompre cette spirale, la zone euro s'en est remise à la Banque centrale européenne qui a fourni la liquidité en dernier ressort. Des réformes ont certes été conduites depuis la crise des dettes souveraines pour compléter l'euro, mais elles ne suffisent pas. La méthode des petits pas de Jean Monnet était valable tant que la diversité des préférences politiques était surmontable. Compléter la monnaie unique nécessite aujourd'hui des compromis politiques qui paraissent inatteignables à court terme. En outre, le projet européen ne peut plus reposer sur la seule réforme de la monnaie unique. Restaurer l'adhésion des citoyens nécessite d'aller au-delà de l'économique, en se dotant d'une Europe qui protège, capable de répondre au niveau supra-national aux préoccupations des citoyens européens, qui concernent avant tout la sécurité, les inégalités et la crise environnementale.

Repères bibliographiques

- ACHARYA V., DRECHSLER I. et SCHNABL P. [2014], « A Pyrrhic victory ? Bank bailouts and sovereign credit risk », *Journal of Finance*, vol. 69, n° 6, p. 2689-2739.
- AGLIETTA M. et BRANDT T. [2013], *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob, Paris.
- ALGAN Y., GURIEV S., PAPAIOANNOU E. et PASSARI E. [2017], « The European trust crisis and the rise of populism », *Brookings Papers on Economic Activity*, Conference Drafts, p. 1-6.
- BALDWIN R. et GIAVAZZI F. [2015], *The Eurozone Crisis. A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, A VoxEU.org Book.
- BCE [2011], *Rapport annuel*.
- BOUVATIER V. et DELATTE A.-L. [2015], « Waves of international banking integration : a tale of regional differences », *European Economic Review*, vol. 80.
- COMMISSION EUROPÉENNE [1990], *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, rapport, octobre.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. [2016], « Les réformes bancaires ont-elles été poussées trop loin ? », in CEPII, *L'Économie mondiale 2017*, La Découverte, « Repères », Paris, p. 57-72.
- HENNETTE S., PIKETTY T., SACRISTE G. et VAUCHEZ A. [2017], *Pour un traité de démocratisation de l'Europe*, Seuil, Paris.
- JONES E., KELEMEN R. D. et MEUNIER S. [2015], « Failing forward ? The Euro crisis and the incomplete nature of European integration », *Comparative Political Studies*, vol. 49, n° 7, p. 1-25.
- MERLER S. et PISANI-FERRY J. [2012], « Sudden stops in the Euro area », *Review of Economics and Institutions*, vol. 3, n° 3.
- PITON S. [2018], « Do unit labor costs matter ? A decomposition exercise on European data », *CEPII Working Paper*, n° 2018-07, avril.

