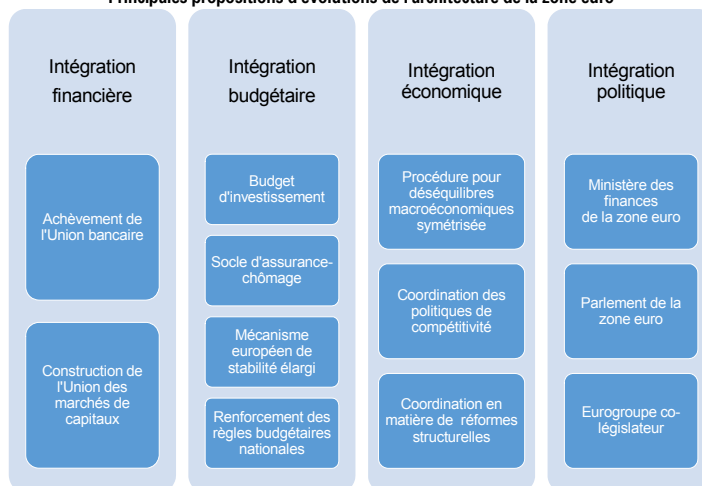


Contribution à la réflexion sur le renforcement de la zone euro

- L'euro est un projet économique et politique inédit, qui a doté l'Europe d'une monnaie stable et crédible, utilisée quotidiennement par près de 340 millions de personnes dans 19 États membres, et qui représente la deuxième devise la plus importante dans le monde, avec le quart des réserves de change. Des évolutions importantes (renforcement de la gouvernance économique et budgétaire, établissement de l'Union bancaire, création de mécanismes de gestion des crises des dettes souveraines) ont été décidées en réponse à la crise économique et financière pour renforcer la résilience de l'Union économique et monétaire (UEM).
- La zone euro continue néanmoins de présenter certaines insuffisances en matière d'intégration financière et budgétaire, de gestion des déséquilibres macroéconomiques entre pays, et de cohésion. L'intégration financière reste partielle et ne permet pas une allocation la plus efficace du capital. En outre, la politique budgétaire en zone euro n'a pas rempli pleinement son double objectif de stabilisation macroéconomique et de soutenabilité des finances publiques. Enfin, les dynamiques actuelles de coûts salariaux unitaires ne suffisent pas à résorber rapidement les déséquilibres courants entre pays.
- Dans ce contexte, l'architecture économique de la zone euro devra être renforcée sur trois axes. Tout d'abord, l'achèvement de l'Union bancaire et l'établissement d'une Union des marchés de capitaux permettraient de renforcer l'intégration du secteur financier pour assurer un meilleur partage des risques macroéconomiques entre les acteurs privés. Parallèlement, la création d'un budget pour la zone euro d'ampleur significative, couplée à des règles budgétaires plus solides au niveau national, permettrait de renforcer la stabilisation macroéconomique et de favoriser le processus de convergence, tout en assurant la soutenabilité des finances publiques. Enfin, le renforcement des instruments de coordination au sein de la zone euro en matière de réformes structurelles permettrait de réduire les déséquilibres courants et de renforcer l'intégration économique de la zone euro.
- L'ensemble de ces propositions représente un saut d'intégration important, accompagné d'un partage de souveraineté accru en matière de politiques budgétaire et économique. Leur mise en œuvre, qui se place pour certaines d'entre elles dans le temps long, nécessitera de faire évoluer les institutions pour assurer un fonctionnement plus démocratique de la zone euro, ce qui suppose un changement des traités, idée qui ne fait pas consensus pour l'heure entre les États membres. À plus court terme, l'UE doit continuer à faire la démonstration de sa capacité à assurer la cohésion de ses membres dans le contexte du retrait du Royaume-Uni et à répondre concrètement aux préoccupations prioritaires de ses citoyens, en particulier dans le cadre de l'agenda de relance du projet européen défini lors du Sommet de Bratislava du 16 septembre 2016 (migration ; sécurité/défense ; développement économique et social/jeunesse).

Principales propositions d'évolutions de l'architecture de la zone euro



Source : DG Trésor.

1. Malgré les réformes d'ampleur mises en place pendant la crise, l'architecture de la zone euro reste incomplète

1.1 En réponse à la crise, la zone euro a renforcé sa capacité de résilience

La crise a révélé les vulnérabilités des économies de certains membres de la zone euro. Dans la période précédant la crise financière, la convergence des taux d'intérêts nominaux qui a suivi l'introduction de l'euro, combinée à une divergence de l'évolution des salaires entre pays du cœur et de la périphérie, ont conduit à l'augmentation des déficits courants des pays de la périphérie, financés par des flux financiers massifs en provenance des pays du cœur de la zone euro avec de forts excédents d'épargne. En l'absence de l'instrument de change pour réaliser un ajustement externe ou de contrôle national des taux d'intérêts directs pour limiter la surchauffe, et sans mécanisme de prévention des déséquilibres macroéconomiques au niveau européen, les pays de la périphérie se sont trouvés dans une situation particulièrement vulnérable à la veille de la crise. La crise a également révélé la faiblesse des économies dont la productivité était faible depuis des années et dont la gestion des finances publiques, dans les années 2000, n'a pas permis de constituer un « filet de sécurité » budgétaire suffisant pour faire face à une crise de grande ampleur. C'est notamment le cas de la Grèce, de l'Italie et du Portugal, qui ne disposaient pas des marges de manœuvre nécessaires du fait d'un chômage structurel conséquent et d'une dette publique déjà élevée.

L'ampleur exceptionnelle de la crise de la zone euro s'explique pour partie par le caractère incomplet de l'architecture actuelle de l'UEM. À partir de 2010, l'intégration financière incomplète de la zone euro a provoqué un retour massif des capitaux depuis les pays périphériques vers le cœur de la zone, plongeant les premiers dans une crise de balance des paiements qui ne semblait jusqu'alors pas possible au sein d'une union monétaire. Ce phénomène a résulté d'une perte de confiance simultanée dans la santé des secteurs bancaires nationaux et dans la capacité des dettes publiques nationales à rester soutenables en cas de recapitalisation massive des banques. En l'absence de prêtre en dernier ressort, des tensions financières sur le marché des dettes souveraines des pays périphériques sont progressivement apparues. Alors que les tensions s'étaient dans un premier temps concentrées sur la Grèce et l'Irlande, elles ont atteint progressivement le Portugal puis, à la mi-2011, l'Espagne et l'Italie (cf. graphique 1).

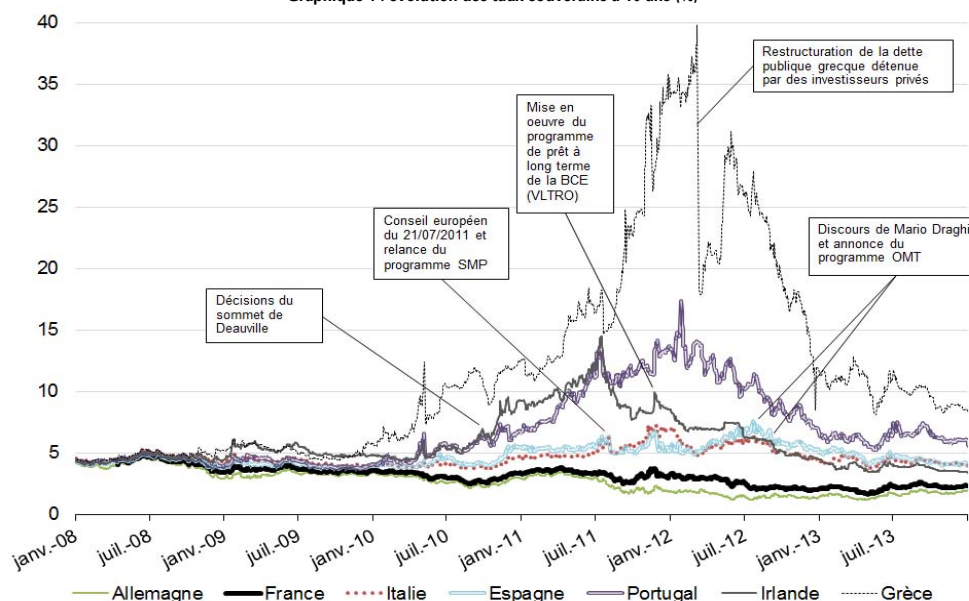
Dans ce contexte, des réformes ambitieuses ont été mises en place pour renforcer la résilience de la zone euro et ont permis de réduire avec succès les tensions financières. Des actions ont été menées simultanément sur plusieurs fronts :

- **Le renforcement de la gouvernance économique et budgétaire.** D'une part, la coordination des politiques

budgétaires a été renforcée, à travers des réformes successives du cadre réglementaire (« 6-pack » en 2011 ; Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance – TSCG en 2012 ; « 2 pack » en 2013), notamment du Pacte de stabilité et de croissance, ce qui a permis de renforcer la discipline budgétaire et d'ancrer la soutenabilité des finances publiques des pays de la zone euro. D'autre part, une procédure de suivi des déséquilibres macroéconomiques (*Macroeconomic Imbalances Procedure* – MIP) a été créée par le « 6-pack » afin d'élargir le champ de la coordination des politiques économiques, notamment en vue de prévenir et de corriger les déséquilibres courants dans la zone euro.

- **La création de mécanismes de gestion de crise des dettes souveraines.** Après la création d'un instrument temporaire (Fonds européen de stabilité financière – FESF), un mécanisme permanent d'assistance financière aux pays vulnérables – le mécanisme européen de stabilité (MES) – a été institué. La zone euro dispose dorénavant d'un pare-feu à hauteur de 700 Md€ permettant de venir en aide à des États de la zone euro dont la dette est soutenable mais qui font face à des crises de liquidité, en contrepartie d'un programme incluant des mesures de politique économique à mettre en œuvre.
- **La mise en place de l'Union bancaire,** *via* l'instauration d'un corpus de règles prudentielles et la création d'institutions encadrant le secteur bancaire à l'échelle européenne. Elle a notamment permis d'assurer la cohérence et l'unité de la supervision des secteurs bancaires de la zone euro et la supervision directe des banques systémiques par le Mécanisme de supervision unique (MSU), de limiter la boucle de rétroaction négative entre les risques souverain et bancaire et de réduire fortement les possibilités de socialisation des pertes bancaires grâce à de nouvelles règles communes de résolution et la mise en place d'un Fonds de résolution unique (FRU), abondé par des contributions bancaires.
- **Enfin, la BCE a joué un rôle crucial dans la réduction des tensions financières.** En particulier, l'annonce du programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) dans le cadre duquel elle peut acheter directement et de manière illimitée des obligations émises par des États membres de la zone euro sous programme d'assistance financière, a permis en 2012 de mettre fin aux tensions sur le marché de la dette souveraine. Les programmes de la BCE de *credit easing* et de *quantitative easing* lancés respectivement en juin 2014 (TLTRO) et en mars 2015, ont également fortement contribué à la stabilisation de la zone euro.

Graphique 1 : évolution des taux souverains à 10 ans (%)



Source : Datastream.

1.2 Toutefois, la zone euro présente encore des fragilités qui pénalisent son fonctionnement

Les réformes mises en place pendant la crise ont permis de juguler les tensions sur les marchés financiers et de préserver l'intégrité de la zone euro. Elles laissent toutefois l'UEM au milieu du gué, dans une situation où elle connaît encore des fragilités en matière d'intégration financière, d'efficacité du *policy-mix* et de déséquilibres macroéconomiques, qui limitent ses performances économiques et peuvent faire peser un doute sur sa capacité à résister efficacement à une nouvelle crise systémique.

1.2.1 L'intégration financière en zone euro reste encore insuffisante et ne permet pas une allocation efficace du capital

L'intégration financière, et notamment une parfaite mobilité du capital, constitue un élément essentiel pour faire fonctionner efficacement une zone monétaire. L'absence d'obstacle à la mobilité du capital et de la liquidité permet en effet d'allouer l'épargne là où elle est la plus efficace, sans prise en compte des frontières nationales, et, dans un cadre réglementaire adapté, de limiter les risques liés aux déséquilibres excessifs. De plus, l'intégration financière, en opérant un partage des risques privés entre les États membres *via* la détention d'actifs à l'étranger et le crédit transfrontalier, permet de mieux diffuser les chocs économiques dans la zone et, partant, de renforcer la capacité d'un État, et plus généralement d'un pays, à absorber un choc asymétrique. L'ampleur de la stabilisation pouvant être opérée par ce biais fait cependant l'objet d'estimations très différentes¹.

Malgré les avancées majeures liées à la réalisation de l'Union bancaire, l'intégration financière en zone

euro reste partielle, comme en témoigne notamment le fait que les échanges sur le marché interbancaire et les détentions croisées d'actifs n'ont pour l'instant pas retrouvé leur niveau d'avant crise, que l'on ne voit pas émerger de groupes bancaires transfrontaliers et que les marchés de capitaux européens restent insuffisamment développés avec un important biais domestique.

Par ailleurs, l'assainissement des bilans bancaires n'est toujours pas terminé près de dix ans après le déclenchement de la crise financière. En particulier, le niveau de créances douteuses reste très élevé dans certains pays, ce qui pèse sur le financement de leurs économies, influe négativement sur le coût du crédit et la transmission de la politique monétaire², et constitue un frein à l'intégration financière.

La persistance d'obstacles à la mobilité du capital et de la liquidité, ainsi qu'au développement de services financiers transfrontaliers au sein de la zone euro, maintient une situation de fragmentation financière. Celle-ci se traduit par une hétérogénéité des conditions de financement des agents économiques entre États membres de la zone euro³, qui n'est pas exclusivement liée au niveau de rendement ou de risque associé aux projets financés⁴. Ce faisant, la fragmentation financière affaiblit la transmission de la politique monétaire, limitant son efficacité.

1.2.2 L'application des règles budgétaires conduit à la mise en œuvre d'un *policy-mix* parfois inefficace en zone euro

La politique budgétaire doit être conduite de manière à assurer la soutenabilité des finances publiques nationales⁵. Or la zone euro sort de la crise avec un niveau moyen de dette publique plus élevé qu'avant

- (1) Voir notamment Commission européenne (2016), "Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States", *Quarterly Report on the Euro Area*, n° 6(3) et Clévenot M. & V. Duwicquet (2011), « Partage du risque international », *Revue de l'OFCE*, n° 119.
- (2) Praet P. (2016), "Monetary Policy and the Euro Area Banking System", discours prononcé lors du 7^{ème} forum financier Expansion/KPMG, octobre 2016.
- (3) Barkbu B. *et al.* (2015), "Investment in the Euro Area: Why Has it Been Weak?", *IMF Working Paper*, n° 15/32.
- (4) Un cas topique serait une situation dans laquelle un projet ferait face à des conditions de financement différentes selon qu'il serait financé au cœur ou en périphérie de la zone euro, pour un même profil de revenus et de risques.
- (5) C'est particulièrement le cas en union monétaire où des comportements non-coopératifs (« passager clandestin ») pourraient générer des coûts pour l'ensemble des États membres.

crise et une situation très hétérogène selon les États membres. En 2015, le ratio de dette publique a ainsi atteint 92,6 % du PIB en zone euro en moyenne (contre 67,9 % sur la période 2002 - 2006), allant de 10,1 % du PIB en Estonie à 177,4 % du PIB en Grèce. L'existence de ratios d'endettement public très élevés dans certains États de la zone euro peut nuire à la croissance (éviction de l'investissement privé, hausse du coût de refinancement de la dette qui peut se transmettre au secteur privé), limiter les marges de manœuvre budgétaires disponibles pour faire face à un choc macroéconomique futur et contribuer aux tensions financières sur certaines dettes souveraines. La progression anticipée des dépenses liées au vieillissement de la population européenne (entre 1,5 et 3,5 points de PIB) est également de nature à soulever des interrogations quant à la capacité de la politique budgétaire à assurer la soutenabilité de modèles sociaux.

La politique budgétaire a également un rôle important à jouer en matière de stabilisation macroéconomique, au niveau de la zone euro et dans chaque pays.

Elle doit compléter la politique monétaire pour assurer un bon *policy-mix* et éviter notamment que des effets d'hystérèse (pertes de qualification liées au chômage de long terme par exemple) pénalisent la croissance. Au niveau de la zone euro, l'existence d'effets d'entraînement⁶ (« *spill-over* ») des politiques budgétaires des États membres sur l'activité globale de la zone monétaire plaide pour une approche agrégée du pilotage de la politique budgétaire. En particulier, ces effets d'entraînement sont significatifs lorsque l'économie se situe en période de crise et si la politique monétaire est à son plancher⁷ (« *zero lower bound* »). Ils doivent donc conduire les États membres, notamment dans un contexte de faible inflation et de politique monétaire accommodante, à se coordonner pour atteindre le *policy-mix* désiré en zone euro, afin de prendre en compte l'effet de la politique budgétaire de chaque pays sur l'économie des autres pays. La politique monétaire étant par ailleurs uniforme pour l'ensemble de la zone euro, ce sont les politiques budgétaires, aujourd'hui nationales, qui doivent s'adapter pour assurer une gestion du cycle adéquate au niveau de chaque État par un *policy-mix* suffisamment contracyclique.

Or l'analyse de la crise et des années qui l'ont suivie montre que la politique budgétaire en zone euro n'a pas rempli efficacement son objectif de stabilisation macroéconomique. Tout d'abord, la politique budgétaire a été largement pro-cyclique : trop expansionniste en période

pré-crise et trop restrictive sur la période 2011-2013⁸, avec une consolidation budgétaire importante, concomitante avec une forte récession économique⁹ (cf. graphique 2). Ceci n'a pas été le cas dans d'autres grandes zones économiques du monde en sortie de crise notamment, ce qui peut expliquer en partie la reprise économique plus lente et plus faible en zone euro par comparaison avec les États-Unis ou le Royaume-Uni. De surcroît, si l'orientation budgétaire de la zone euro au niveau agrégé (légèrement expansionniste) semble globalement appropriée aujourd'hui, elle pourrait être mieux répartie entre, d'une part, les pays faisant face à des enjeux importants en termes de soutenabilité des finances publiques et, d'autre part, ceux disposant de marges de manœuvre budgétaires inutilisées.

1.2.3 Les déséquilibres courants de la zone euro restent importants

La crise a montré l'importance de surveiller les déséquilibres de balance courante et les évolutions des coûts salariaux unitaires au sein de la zone euro.

En l'absence de l'instrument du change pour réaliser un ajustement externe, il semble essentiel d'éviter les situations où le coût du travail n'évolue pas en ligne avec la productivité, à l'instar de la période pré-crise pendant laquelle les coûts salariaux unitaires (CSU) des pays du cœur et de la périphérie de la zone euro ont fortement divergé (cf. graphique 3). En effet, entre 2000 et 2009, les CSU espagnols et italiens ont progressé de 30 %, alors que les CSU allemands n'ont augmenté que de 5 %. Ces écarts de compétitivité se sont traduits par **des divergences importantes entre les soldes courants des pays de la zone euro** (cf. graphique 4). En 2015, les écarts se sont partiellement résorbés et la zone euro était en excédent courant de 3 % du PIB mais cela masque des situations très hétérogènes. Si les déficits courants des pays périphériques se sont peu à peu résorbés entre 2007 et 2015 (de -10 % à +1 % du PIB en Espagne, de -1,4 % à +2 % du PIB en Italie, de -10 % à 0 % du PIB au Portugal) conséquemment aux politiques d'ajustement interne notamment, les forts excédents courants préexistants dans d'autres pays ont progressé ces dernières années (notamment aux Pays-Bas et en Allemagne). L'excédent courant allemand en particulier, qui représentait 8,6 % du PIB pour 2015, ne semble toujours pas se résorber malgré la mise en œuvre de mesures susceptibles d'avoir un effet de rééquilibrage (en particulier, l'instauration d'un salaire minimum) et de dépenses nouvelles (en faveur des migrants, et hausse de l'investissement public).

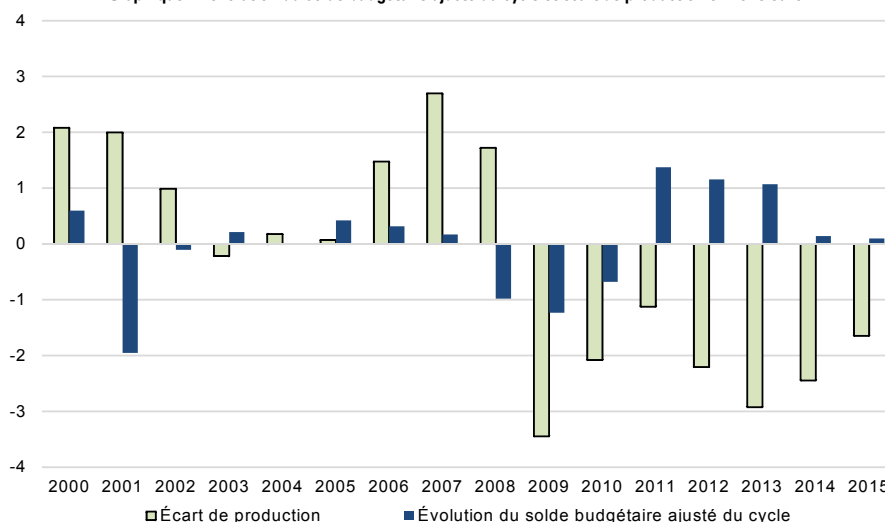
(6) La récente crise a conduit les économistes à réévaluer l'importance des effets d'entraînement (*spill-over*) d'un pays à l'autre voire à l'ensemble de la zone euro. La littérature distingue deux canaux principaux par lesquels ces phénomènes se transmettent : le canal budgétaire (si l'ampleur des effets d'entraînement ne fait pas consensus, la littérature s'accorde sur le fait qu'ils sont supérieurs pour les pays au sein d'une union monétaire que pour les pays en change flexible) et le canal financier, lié aux effets de contagion (plusieurs articles récents montrent ainsi que ces effets sont substantiels au sein de l'union monétaire).

(7) Erceg & Lindé (2014), "Is There a Fiscal Free Lunch in a Liquidity Trap?", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 12., et In't Veld J. (2013), "Fiscal Consolidations and Spillovers in the Euro Area Periphery and Core", *Economic Papers*, n° 506 montrent ainsi que ces effets sont bien plus importants lorsque les taux directeurs sont bas car la banque centrale ne peut pas répondre entièrement aux déficits de demande.

(8) Cf. Aviat A. et al. (2016), « Vers un meilleur pilotage de l'orientation budgétaire de la zone euro », *Lettre Trésor-Éco*, n° 163.

(9) Sur cette période, la Grèce, le Portugal, l'Espagne et l'Irlande ont respectivement mis en œuvre des plans budgétaires conduisant à une amélioration de leur solde structurel primaire de l'ordre de 10, 8, 6 et 5 points de PIB. D'autres pays non soumis à la pression des marchés et ayant des contraintes budgétaires moindres, ont également mis en œuvre des plans de consolidation d'envergure et contribué à l'orientation restrictive de la politique budgétaire de la zone : la zone euro dans son ensemble a ainsi consolidé de 2,9 pts de PIB entre 2011 et 2013.

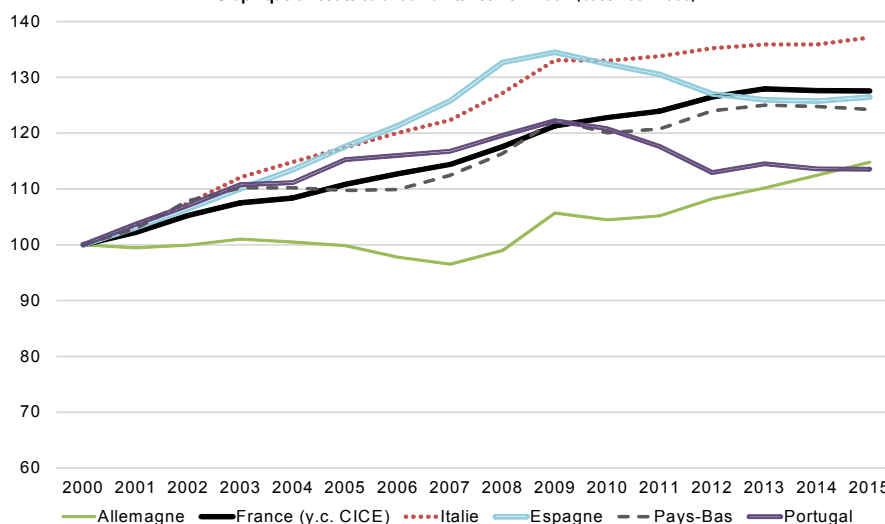
Graphique 2 : évolution du solde budgétaire ajusté du cycle et écart de production en zone euro



Source : Commission européenne (base AMECO).

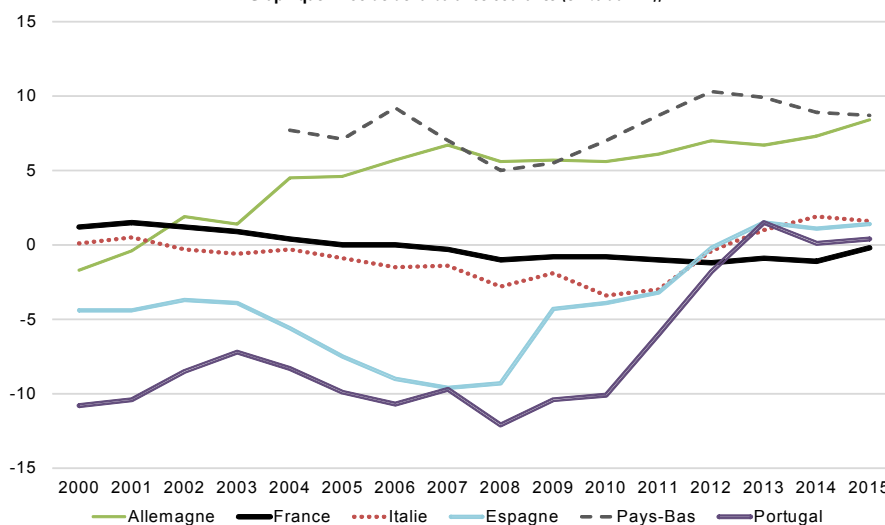
Note : L'écart de production représente l'écart entre le niveau du PIB et le niveau du PIB potentiel, exprimé en pourcentage du PIB potentiel. La méthodologie retenue ici pour mesurer le PIB potentiel est celle de la Commission européenne. Cette méthodologie n'est toutefois pas unique et les difficultés méthodologiques inhérentes à l'évaluation de l'écart de production sont nombreuses (cf. Darvas, 2015, "Mind the gap (and its revision)", <http://bruegel.org/2015/05/mind-the-gap-and-its-revision>).

Graphique 3 : coûts salariaux unitaires nominaux (base 100 : 2000)



Source : Eurostat.

Graphique 4 : solde de la balance courante (en % du PIB)



Source : Eurostat.

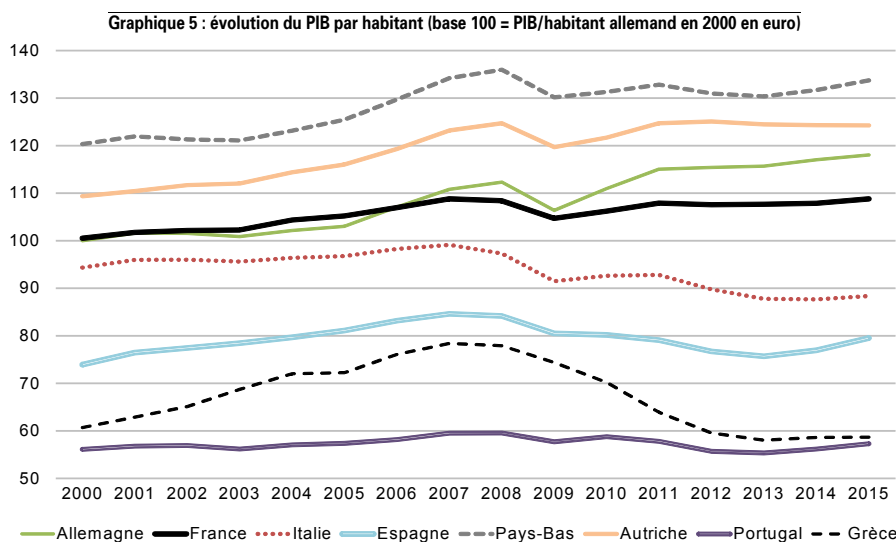
Ces déséquilibres pourraient nuire durablement à l'activité économique en zone euro. D'une part, la faiblesse de la demande interne des pays en excédent courant (liée notamment à une hausse du niveau d'épargne désiré par les agents) pèse sur la demande adressée aux autres économies de la zone euro. D'autre part, si les écarts de dynamique de salaires entre pays sont insuffisamment coordonnés (notamment parce que trop peu dynamiques dans les pays en excédent courant), ils peuvent conduire à une situation de faible inflation (les ajustements internes nécessaires dans les pays en rattrapage pesant durablement sur l'inflation), à une faible dynamique de croissance (en raison d'une demande insuffisante dans ces pays) et à un rééquilibrage de la zone moins rapide et plus coûteux.

Dans ce contexte, la procédure pour déséquilibres macroéconomiques (MIP), destinée à corriger ces déséquilibres, a encouragé un mouvement de baisse du coût du travail. En particulier le cadre d'analyse retenu prévoit une évaluation asymétrique entre excédent et déficit courant, ce dernier étant considéré plus risqué. Ainsi, si elle a contribué à réduire les déficits courants, cette procédure ne permet pas de répondre à l'amplification des excédents courants néerlandais et allemands en parallèle. Elle a donc encouragé le mouvement général de baisse du coût du travail, pesant sur la demande et l'inflation, sans permettre de faire converger symétriquement les soldes courants. À ce

titre, on peut noter que l'inflation sous-jacente en zone euro n'a pas dépassé 1,8 % depuis 2010 et 1,2 % depuis 2014.

1.3 Enfin, l'héritage de la crise renforce le risque de divergence économique prolongée entre États membres

Plus de quinze ans après sa création, la zone euro a connu d'importantes divergences tant en termes nominaux (inflation, taux souverains post crise) mais également, même si dans une moindre mesure, en termes de niveaux de vie (cf. graphique 5). En particulier, les pays du Sud (Grèce, Portugal, Italie, Espagne), dont la richesse produite par habitant était déjà inférieure à la moyenne de la zone euro avant l'introduction de la monnaie unique, ont eu tendance à décrocher en termes de productivité vis-à-vis des pays cœur de l'union monétaire. Ceci pourrait pour partie s'expliquer, sans que cela fasse consensus, par une mauvaise allocation du capital¹⁰ et par un accroissement des spécialisations sectorielles au sein de la zone euro entre le cœur et la périphérie¹¹. De ce point de vue, le cas de l'Italie apparaît néanmoins particulier, puisque la faiblesse de la productivité, déjà présente avant l'introduction de l'euro, ne semble pas liée à des phénomènes de spécialisation sectorielle, mais plus à des facteurs structurels de l'économie italienne (insuffisant développement du capital humain par exemple¹²).



Source : Eurostat, calculs DG Trésor.

À moyen terme, l'héritage de la crise dans les pays périphériques de la zone euro risque de peser sur leur capacité à converger vers ceux du cœur de la zone, ce qui pourrait fragiliser la cohésion de cette dernière. D'une part, la dette publique très élevée limite leurs marges de manœuvre budgétaires pour faire face à un éventuel recul de l'activité et pèse sur l'investissement public ce qui, en retour, peut nuire à la productivité. D'autre part, le stock encore important de prêts non performants dans les bilans bancaires grève la capacité des banques à y soutenir l'activité et l'investissement productif (cf. graphique 6). Le

niveau de chômage reste, en outre, à un niveau élevé. L'ensemble de ces facteurs (chômage élevé, faiblesse de l'investissement, limites dans le financement des entreprises) peut générer une situation d'hystérèse qui pourrait peser durablement sur la croissance potentielle des pays concernés. Enfin, la mobilité du travail qualifié du Sud vers le Nord peut contribuer en théorie à renforcer les divergences économiques, même si les données empiriques ne montrent pas un réel effet à ce stade en termes de revenus¹³, en raison notamment des flux financiers intervenant en retour.

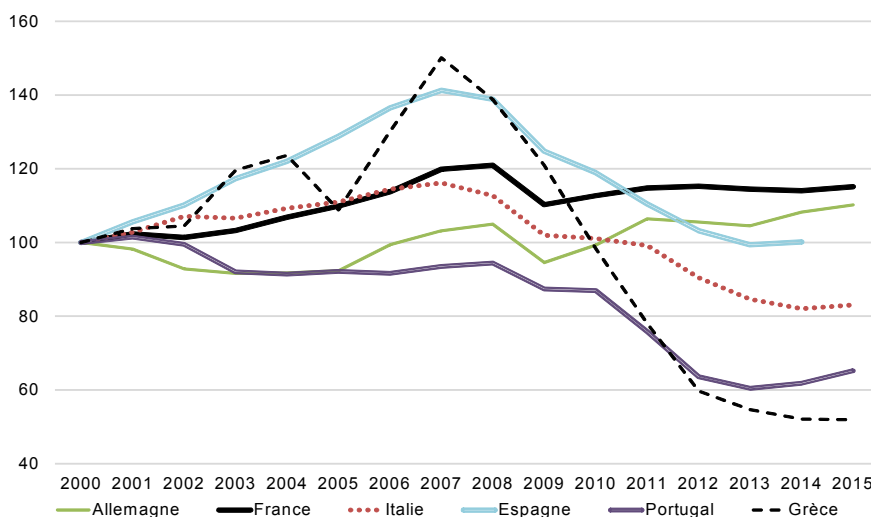
(10) Gopinath, G. *et al.* (2015). "Capital Allocation and Productivity in South Europe", *NBER Working Paper*, n° 21453.

(11) Ballabriga F. & C. Villegas-Sanchez (2014), "Sectoral Structure, Risk Sharing and the Euro", *ESADE Working Paper*, n° 255.

(12) Mrabet, H. (2016), « Comment expliquer la faiblesse de la productivité en Italie », *Lettre Trésor-Éco* n° 170.

(13) Bara YE. *et al.* (2015), « Quelle mobilité du travail pour l'Europe ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 143.

Graphique 6 : évolution de l'investissement hors immobilier à prix constants (100 = 2000)



Source : Eurostat, calculs DG Trésor.

2. Pour répondre à ces vulnérabilités qui nuisent à son bon fonctionnement et à sa stabilité, l'architecture de la zone euro devra être complétée par la création d'instruments communs et des institutions démocratiques associées

Les réformes présentées ci-dessous représentent un ensemble cohérent permettant de répondre efficacement aux vulnérabilités structurelles de la zone euro, tout en requérant le transfert de compétences et de ressources budgétaires le plus limité possible.

2.1 Renforcer l'intégration du secteur financier pour assurer un meilleur partage des risques entre les acteurs privés

La poursuite de l'intégration financière en zone euro constitue une priorité réalisable à court terme, dans le cadre des traités actuels. Elle repose essentiellement sur deux volets, visant à assurer un meilleur partage des risques par le secteur privé et à réduire la fragmentation financière.

D'une part, l'achèvement de l'Union bancaire constitue un chantier prioritaire¹⁴. L'adoption de nouvelles mesures de réduction des risques dans le domaine prudentiel (intégration de Bâle 3, nouveaux ratios de passifs de renflouement interne, etc.) et, dans le même temps, de mesures de partage de ces risques, avec la mise en place d'un mécanisme commun de soutien permanent (« *backstop* ») au Fonds de résolution unique et l'introduction d'une garantie européenne des dépôts, devrait permettre de diminuer les risques de contagion entre bancaire et souverain et d'éviter des situations de fuite des dépôts dans un pays qui fait face à un choc de confiance sur son secteur bancaire¹⁵.

D'autre part, la poursuite de l'initiative engagée en 2015 visant à établir une Union des marchés de capitaux (UMC) dans l'Union européenne¹⁶ constitue une étape d'intégration de nature à mieux répartir les risques en zone euro et donc à renforcer sa résilience tout en améliorant l'environnement des affaires. En effet, l'objectif est de faciliter et diversifier le financement des entreprises, dont les PME et ETI, qui repose aujourd'hui largement sur le secteur bancaire. L'UMC permettrait ainsi, notamment grâce à des

mesures destinées à développer le capital-investissement et une meilleure efficacité des régimes de faillites, de faciliter l'accès des entreprises aux marchés financiers ainsi que l'investissement transfrontalier, de réduire la fragmentation financière au sein de l'Union européenne et de renforcer sa résilience en favorisant une répartition des risques au sein du secteur privé sur un champ plus large¹⁷.

2.2 Franchir une étape décisive dans l'intégration budgétaire avec la mise en place d'un budget pour la zone euro, destiné à renforcer la stabilisation macroéconomique et à favoriser le processus de convergence, allant de pair avec la fixation de règles budgétaires nationales plus solides

Les États membres de la zone euro ont accepté de mettre en commun leur souveraineté en matière de politique monétaire mais ont, en grande partie, conservé leur autonomie budgétaire. Or le bilan de cette architecture, au regard du double objectif de soutenabilité des finances publiques et de stabilisation de l'activité, n'est que partiellement satisfaisant (voir partie 1). Le maintien d'une stabilisation purement nationale ne semble pas souhaitable à moyen terme, car la politique monétaire serait plus efficace si elle pouvait compter sur une contrepartie budgétaire, et une capacité de stabilisation centrale permettrait de protéger efficacement l'ensemble des pays de la zone contre des chocs extrêmes. La mise en place d'une capacité budgétaire centrale doit s'appuyer sur le respect de la discipline budgétaire au niveau national. Dans cette perspective, deux évolutions possibles sont régulièrement avancées : (i) mettre fin au pilotage budgétaire par les règles en renforçant le rôle de la discipline de marché vis-à-vis des dettes publiques nationales, notamment *via* l'introduction d'un mécanisme de restructuration des dettes souveraines, ou (ii) instaurer des règles budgétaires nationales juridiquement contraignantes assurant une réduction des dettes publiques nationales sur le moyen terme et prévenant

(14) Conclusions du Conseil ECOFIN du 17 juin 2016 sur une feuille de route pour l'achèvement de l'Union bancaire.

(15) Voir par exemple : FMI (2013), "A Banking Union for the Euro Area", *IMF Staff Discussion Note*, n° 13/01.

(16) Plan d'action de la Commission du 30 septembre 2015 pour la mise en place d'une Union des marchés des capitaux.

(17) Anderson N. *et al.* (2015), "A European Capital Markets Union: Implications for Growth and Stability", *Bank of England Financial Stability Paper*, n° 33.

tout risque de défaut, comme c'est le cas, par exemple, dans la plupart des États fédérés aux États-Unis¹⁸.

Or il apparaît que les marchés arrivent très difficilement à évaluer le risque souverain. Ainsi, avant la crise, la qualité respective des dettes souveraines de la zone euro leur apparaissait comparable (en témoignent les *spreads* très faibles malgré des trajectoires économiques et budgétaires très différentes entre 2000 et 2010), avec *a contrario* une sur-réaction au moment de la crise (élargissement des *spreads* des pays périphériques en 2011-2012). **En raison de cette incapacité à évaluer correctement les risques souverains, la première approche conduirait probablement à une forte instabilité financière en zone euro en faisant peser sur les pays un risque permanent de défaut, voire de sortie de la zone euro.** En particulier, les propositions visant à la restructuration automatique des dettes publiques dépassant un certain niveau¹⁹ créeraient un terrain particulièrement propice aux crises de confiance, empêchant les États membres concernés de mettre en œuvre des politiques suffisamment contracycliques et obérant la transmission de la politique monétaire.

Une capacité budgétaire commune et des règles plus solides au niveau national constituent la solution la plus efficace pour renforcer la résilience de la zone euro, en assurant un meilleur *policy-mix* et en favorisant le processus de convergence en soutien aux réformes structurelles. Un budget de la zone euro aurait en effet pour double fonction (*i*) de disposer d'un instrument budgétaire suffisant pour pouvoir soutenir la politique monétaire en cas de besoin dans un objectif de stabilisation macroéconomique et pour assurer les États contre les chocs macroéconomiques et financiers de grande ampleur et (*ii*) de contribuer à la cohésion entre les économies de la zone euro, *via* notamment des dépenses d'investissement (au sens large, c'est-à-dire incluant le capital humain) ciblées pour renforcer la productivité, en accompagnement des réformes structurelles nécessaires. Parallèlement à ce partage de souveraineté budgétaire au niveau de la zone euro, la discipline budgétaire devra être assurée par un renforcement des règles juridiquement contraignantes au niveau national, de manière à réduire les niveaux de dette publique des États à moyen terme et éviter tout risque d'aléa moral et de comportement non-coopératif. La question de l'articulation du budget de la zone euro avec le budget de l'UE devra également être étudiée.

Ce budget de la zone euro pourrait être structuré autour de trois grands instruments : (*i*) un budget d'investissement permettant de favoriser la convergence des économies de la zone et de compenser les chocs symétriques, (*ii*) un socle commun d'assurance-chômage visant à assurer les États membres contre les chocs asymétriques et (*iii*) un mécanisme européen de stabilité élargi, afin de disposer d'une protection contre les crises de liquidité.

L'accès à un tel budget aurait pour condition la mise en œuvre préalable d'un processus de convergence comparable au processus de Maastricht, qui impliquerait le respect de

critères en matière budgétaire²⁰, ainsi qu'en matière de réformes structurelles²¹.

2.2.1 Un budget d'investissement financé par des recettes cycliques et doté d'une capacité d'endettement permettant une relance contracyclique

Doter le budget de la zone euro d'une fonction d'investissement ciblée sur les projets les plus favorables à la croissance potentielle permettrait à la fois de favoriser la convergence et de maintenir l'effort d'investissement public en période de crise (*cf. supra*). Si les fonds structurels du budget de l'UE ont permis de favoriser la convergence des pays périphériques avant leur entrée dans la zone euro, l'élargissement de l'UE et le mode de répartition de ces fonds ont conduit à ce qu'ils en bénéficient de moins en moins. Dans ce contexte, il semble nécessaire de dédier une partie du budget de la zone euro à la cohésion de la zone euro. Ce budget pourrait prendre des formes très diverses, s'agissant tant de ses recettes que des dépenses prises en charge. À titre illustratif, sont ici proposés un exemple de structure et de fonctionnement d'un budget d'investissement, ainsi qu'une simulation de son impact macroéconomique et budgétaire s'il avait été instauré dès la création de l'euro (*cf. encadré*).

Un tel budget d'investissement pourrait ainsi financer des dépenses d'investissement public permanentes, en particulier dans les pays en décrochage, de l'ordre de 2 % du PIB de la zone euro au moins. Cet investissement public serait dirigé vers la formation de capital physique (infrastructures notamment) et humain (recherche et développement, innovation, formation professionnelle par exemple) en se concentrant sur les projets les plus rentables sur le plan socio-économique. La sanctuarisation de ces dépenses permettrait de relancer le processus de convergence en zone euro de manière durable et de participer à la stabilisation macroéconomique en évitant le reflux de l'investissement public en cas de crise comme cela est observé dans la zone euro depuis 2010. Ce budget constituerait également un outil essentiel pour faire de l'Europe la première économie de la connaissance.

La partie « recettes » de ce budget d'investissement pourrait être constituée d'un pourcentage fixe de l'assiette harmonisée de deux impôts : la TVA et l'impôt sur les sociétés. Concrètement, une partie des recettes de TVA et d'impôt sur les sociétés serait affectée au budget de la zone euro pour financer ses dépenses. Une telle capacité d'investissement ne serait pas contrainte à l'équilibre budgétaire chaque année. En effet, son volet « dépenses » serait globalement acyclique tandis que son volet « recettes » serait cyclique, le rôle du budget d'investissement étant d'assurer un effort d'investissement public constant en zone euro quel que soit l'environnement économique. Ainsi, les dépenses en volume devraient croître au rythme de la croissance potentielle. En période de crise (*i.e.* lorsque l'écart de production se creusera), les dépenses croîtront plus vite que le PIB et inversement en période plus favorable. S'agissant des recettes, les ressources proposées présentent une cyclicité similaire voire supérieure au PIB.

(18) Toutefois, ces règles budgétaires appliquées aux États-Unis ne permettent pas d'accommoder le cycle au niveau de chaque État avec, en parallèle, un budget fédéral nettement plus important que ce qui est envisagé dans le cadre de cette note.

(19) Voir par exemple Deutsche Bundesbank (2016), "Approaches to Resolving Sovereign Debt Crises in the Euro Area", *Monthly Report*, n° 41, July.

(20) Par exemple en exigeant le renforcement évoqué plus haut des règles budgétaires nationales ainsi que l'atteinte de l'objectif de moyen terme prévu par les règles du Pacte.

(21) Par exemple en promouvant une convergence des marchés du travail afin d'accéder à l'assurance-chômage européenne.

Encadré : Illustration du fonctionnement et des impacts macroéconomiques et budgétaires d'un budget d'investissement de la zone euro

Le transfert d'une partie des capacités contracycliques des États membres de la zone euro au niveau central améliorerait la résilience de la zone euro aux crises^a. Nous détaillons, à titre illustratif, une proposition stylisée pour les recettes et les dépenses d'un tel budget d'investissement et simulons son fonctionnement, ainsi que son impact contracyclique depuis 1999 et sa réaction à de futures crises. Nous n'incluons pas l'effet de stabilisation de l'assurance-chômage, déjà étudié par ailleurs^b.

Les recettes de TVA en zone euro représentaient en 2015 environ 715 Md€ soit 7 % du PIB de la zone euro. Environ 15 % de ces recettes pourraient être affectées au budget d'investissement, soit environ 1 point de PIB de revenu assuré par la TVA. En faisant l'hypothèse d'une harmonisation complète de l'impôt sur les sociétés grâce à la négociation en cours de la directive ACCIS^c (assiette commune consolidée pour l'impôt des sociétés), environ 1 point de PIB de revenu supplémentaire pourrait être assuré par le fléchage d'environ 40 % du revenu tiré de l'impôt sur les sociétés vers le budget d'investissement. Nous simulons le comportement de l'économie de la zone euro si le budget d'investissement avait été en place depuis l'introduction de l'euro. L'impact de l'impulsion budgétaire contracyclique permis par le budget d'investissement est simulé à l'aide des multiplicateurs budgétaires du modèle Mésange développé par la DG Trésor et l'Insee. En accord avec la littérature, nous supposons en outre que les multiplicateurs budgétaires sont plus élevés en cas de crise sévère et que les récessions peuvent réduire la croissance potentielle si elles affectent l'activité de manière prolongée^d. Dans notre simulation, on considère que l'économie de la zone euro est en crise sévère lorsque l'écart de la production est inférieur à -1,5 %.

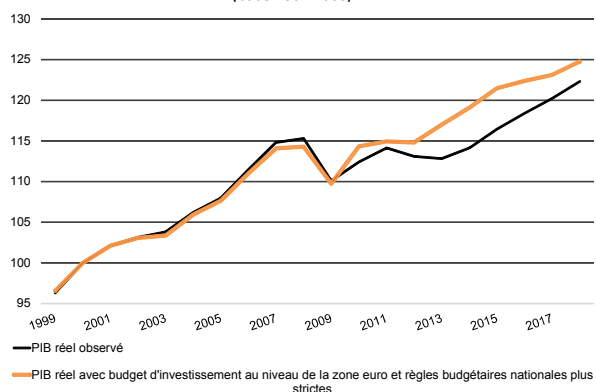
Jusqu'en 2007, le budget d'investissement aurait eu un impact macroéconomique limité : l'économie de la zone euro n'ayant pas connu de crise importante entre 1999 et 2007 (la croissance n'a été inférieure à 1 % qu'en 2003), le potentiel de relance budgétaire du budget d'investissement n'aurait pas eu à être mobilisé. En revanche, dans cette période les États membres se seraient davantage désendettés, en raison du renforcement des règles budgétaires nationales. On suppose ainsi que les États membres auraient, durant les années 2000, progressivement amélioré la maîtrise de leur déficit public : grâce à cet effort supplémentaire, le déficit public de la zone euro aurait ainsi été de 1,5 % du PIB (au lieu de 2 %) en 2001, de 2 % en 2004 (au lieu de 3 %) et de 0,5 % en 2006 (au lieu de 1,5 %). L'effet combiné sur l'activité du budget d'investissement et des efforts supplémentaires des États membres qu'il implique est donc, sur la période pré-crise, dans notre simulation, légèrement négatif. À noter cependant que d'autres effets non simulés ici, notamment sur les taux d'intérêts, auraient pu, dans cette situation, limiter cet impact négatif (cf. *infra*).

En revanche à partir de 2008, l'impact du budget d'investissement aurait été beaucoup plus important en raison du déclenchement de l'allègement fiscal réservé aux crises sévères. Ce dispositif aurait en effet été mis en œuvre tous les ans entre 2009 et 2015 (sauf en 2011). Pour cette période, le budget d'investissement allège le montant de TVA prélevé sur les États membres (voire l'annule totalement), ce qui correspond à une relance budgétaire de presque 1 point par an durant cette période. En outre, on considère que les États membres n'auraient pas, ces années-là, à faire davantage de consolidation budgétaire (i.e. une clause exceptionnelle en raison de la crise aurait été activée au sein des règles nationales renforcées) et ils participeraient donc à l'effort de relance budgétaire. Ainsi, dans notre simulation, le solde budgétaire agrégé de la zone euro aurait été, en moyenne, plus expansionniste que le contrefactuel de 1,4 point de PIB chaque année sur la période 2009-2015 (i.e. le déficit public de la zone euro aurait été en moyenne 1,4 point plus élevé que le contrefactuel sur cette période). Ceci aurait permis d'atténuer les effets de la récession de 2009 et du ralentissement qui a suivi et donc d'éviter une partie des effets d'hystérèse pesant sur la croissance potentielle. Au total, le PIB de la zone euro aurait été supérieur de 3 points en 2016 par rapport à ce que l'on peut observer.

La dette associée à ce budget d'investissement aurait augmenté sur la période, passant de 0 % environ entre 1999 et 2008 à 7 % en 2016 (cf. graphique 8). Cet endettement est compensé par l'effort supplémentaire de désendettement des États membres, qui est davantage étalé dans le temps. Au total, l'endettement supplémentaire total de la zone euro serait limité, dans notre simulation, à 2 % en 2016 et, l'effort de désendettement des États membres se poursuivant, l'endettement supplémentaire de la zone euro par rapport au contrefactuel serait totalement annulé à l'horizon 2018. Dans notre simulation, la zone euro se retrouve donc avec le même ratio dette-sur-PIB qu'actuellement mais avec un PIB plus élevé et en ayant considérablement réduit la « double récession » de 2012-2013.

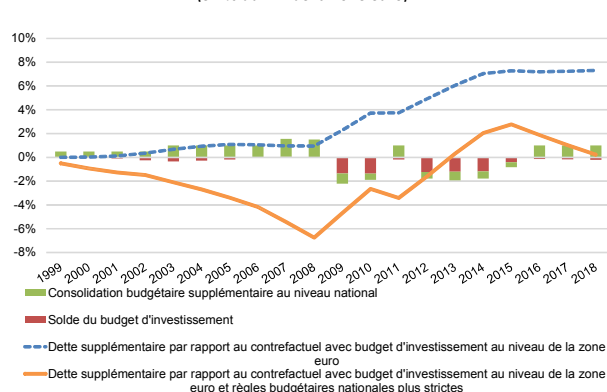
Cette simulation ne prend pas en compte l'ensemble des effets positifs associés à un lissage du cycle, notamment sur la confiance des investisseurs, ni l'effet positif sur les taux d'intérêt associé au désendettement plus important dans la période pré-crise. En outre, l'ensemble du budget de la zone euro (c'est-à-dire budget d'investissement, assurance-chômage et mécanisme européen de stabilité élargi) permet de limiter les risques de crise de liquidité dans certains pays et ses effets délétères sur l'économie (qui n'ont pas été simulés, notre simulation se limitant aux effets agrégés). L'impact de l'ensemble de la partie budgétaire de notre proposition pourrait donc être plus important que ce qui est présenté ici.

Graphique 7 : résultats de la simulation
(base 100 : 2000)



Source : Ameco, calculs DG Trésor.

Graphique 8 : solde et dette supplémentaire associée
(en % du PIB de la zone euro)



Source : Ameco, calculs DG Trésor.

a. Caudal *et al.* (2013), « Un budget pour la zone euro », *Lettre Trésor-Éco* n° 120.

b. Lellouch I. & Sode A. (2015), *op. cit.*

c. Commission européenne (2016), "Modelling Corporate Tax Reform in the EU", *Taxation Papers*, n° 66.

d. Pour les effets d'hystérèse, voir notamment Ball, L. (2016), "Long-Term Damage from the Great Recession in OECD Countries", *NBER Working Paper*, n° 20185 et OECD (2014) *Economic Outlook*, Volume 2014 Issue 2 No. 96, November 2014, Numéro 2, Box 1.1. "Persistent stagnation traps: evidence and policy implications" pour la calibration de cet effet en zone euro. Pour les multiplicateurs, voir par exemple Gechert *et al.* (2015) *Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation*, voxu.org. On considère ici que, par rapport au contrefactuel, la plus forte impulsion budgétaire est à la fois composée de moindres revenus et de dépenses plus importantes (les investissements publics sont sanctuarisés au niveau du budget zone euro et les États membres relancent davantage pendant la crise).

En outre, en cas de récession à l'échelle de la zone euro (ou de fort ralentissement de la croissance), un allègement de la fiscalité commune permettrait de soutenir l'activité. En effet, la réduction en période de crise des taux de TVA servant au financement du budget d'investissement permettrait une relance efficace de la demande privée de la zone euro (de manière similaire, une augmentation des dépenses en cas de crise aurait également pu être envisagée). Selon nos simulations (*cf.* encadré) cet instrument permettrait de stabiliser efficacement les cycles de la zone euro en prenant en charge une partie conséquente de la réponse macroéconomique aux chocs qui affectent l'ensemble de la zone.

Compte tenu de la cyclicité de ses recettes et de l'objectif de stabilité du niveau de ses dépenses, un tel instrument devrait être adossé à une capacité d'endettement mutualisée. Dans cette perspective, le renforcement en parallèle des règles budgétaires nationales et une compensation de l'endettement central par un moindre endettement national permettraient, en régime permanent, qu'il n'y ait pas d'augmentation globale de la dette publique agrégée de la zone euro.

Au total, un tel budget d'investissement aurait vocation à se substituer à une partie – limitée – des budgets nationaux, et pourrait ainsi être envisagé sans alourdissement de la fiscalité. En outre, il permettrait *i)* d'améliorer la qualité et la constance des dépenses publiques d'investissement (en capital physique et humain) ; *ii)* d'alléger, notamment en prévenant les crises de liquidité, la double contrainte de stabilisation de l'activité et de soutenabilité de la trajectoire qui pèse sur la politique budgétaire des États membres, et *iii)* d'obtenir un meilleur pilotage du *policy-mix*, et en particulier – *via* une politique budgétaire davantage contracyclique – de lisser davantage l'activité en cas de crise grave.

2.2.2 Un socle commun d'assurance-chômage pour la zone euro renforcerait la résilience de ses économies contre les chocs asymétriques

La mutualisation d'une partie de l'assurance-chômage en Europe représenterait un mécanisme utile de lissage des chocs asymétriques en zone euro (*cf. supra* et *Lettre Trésor-Eco* n° 132 « Une assurance chômage pour la zone euro » en 2014). 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 socle commun indemniserait par exemple les chômeurs de moins d'un an (la composante la plus cyclique) à hauteur de 50 % de leur salaire passé, avec un financement reposant sur une base harmonisée (par exemple la masse salariale). Ce socle commun serait ensuite complété à des degrés divers selon les États membres, par les systèmes nationaux d'assurance-chômage, en fonction des préférences de chaque pays. Un tel mécanisme obéirait à une règle budgétaire d'équilibre à travers le cycle économique, tout en disposant d'une capacité d'emprunt pour pouvoir faire face à des déficits au cours du cycle. Pour renforcer l'appropriation par les Européens, l'indemnisation pourrait aller directement du budget vers les demandeurs d'emploi, sans transiter par les régimes nationaux.

2.2.3 Le MES élargi, intégré au droit communautaire

Le MES, intégré au sein du droit communautaire avec une gouvernance réformée (*cf. infra*), constituerait le troisième

instrument du budget de la zone euro. Les moyens d'action du MES pourraient en effet être élargis pour le doter d'une fenêtre plus flexible de prêt à court terme à un État temporairement privé d'accès aux marchés, lui permettant de financer ses politiques contracycliques. Du fait des autres fonctions du budget, cet instrument serait moins prioritaire pour assurer le bon fonctionnement de l'UEM que dans son architecture actuelle, mais il devrait néanmoins être maintenu compte tenu de son utilité en cas de choc extrême et de la taille limitée du budget d'investissement.

2.3 Renforcer l'intégration économique de la zone euro

2.3.1 Une réduction des déséquilibres courants et une meilleure coordination des mécanismes de formation des salaires

La réduction durable des déséquilibres courants en zone euro passe par une symétrisation de la procédure MIP et une coordination des mécanismes de formation des salaires. Ces derniers jouent en effet un rôle important dans la compétitivité-coût d'une économie et dans la détermination de son niveau de demande interne. Les salaires doivent donc pouvoir évoluer de manière corrélée avec la productivité pour ne pas introduire de distorsions majeures qui nuiraient à la compétitivité, notamment en cas de choc négatif. De surcroît, des salaires très peu dynamiques peuvent conduire à peser fortement sur la demande interne et l'inflation. À l'inverse, des salaires trop dynamiques peuvent conduire à des phénomènes de surchauffe. Il semble donc nécessaire de disposer en zone euro d'un cadre adapté – *via* davantage de coordination entre les partenaires sociaux des différents États membres²² et une utilisation concertée des leviers dont disposent les États de la zone²³ – pour permettre des négociations salariales suffisamment souples pour s'ajuster à l'activité (avec une modération dans les pays qui ont des salaires élevés par rapport à la productivité et une croissance plus dynamique ailleurs pour contribuer à l'atteinte de la cible d'inflation). L'existence de tels mécanismes est d'autant plus déterminante en zone euro que l'instrument de la politique de change n'est pas disponible pour stimuler la compétitivité-coût des États membres. Pour accompagner ce nécessaire mouvement d'intégration, la MIP devrait être conduite avec un traitement symétrique entre excédents et déficits courants.

2.3.2 Un renforcement de la coordination en matière de réformes structurelles

Dans le cadre d'un processus de convergence préalable à la mise en place d'un budget de la zone euro qui permettra des transferts entre États, le renforcement de la coordination des politiques économiques et de la gouvernance européenne sur les réformes structurelles apparaît nécessaire pour soutenir la croissance potentielle et réduire le risque d'aléa moral. Par exemple, la mise en place d'un système commun d'assurance-chômage nécessiterait au préalable une plus grande convergence des marchés du travail des États membres pour assurer son acceptabilité politique ; en particulier, il s'agirait d'éviter qu'un même choc ne se traduise par une hausse du chômage dans un pays et par une baisse des salaires dans un autre²⁴. En parallèle, le Semestre européen pourrait être orienté de manière plus explicite en direction des politiques favorisant la productivité et le capital

(22) Par exemple dans le cadre du dialogue macroéconomique européen et des conseils nationaux de productivité.

(23) Notamment en ce qui concerne la fixation des salaires minimaux.

(24) Bénassy-Quéré *et al.* (2016), « Quelle union budgétaire pour la zone euro ? », *Note du CAE*, n° 29.

humain (éducation, formation professionnelle, etc.), en lien avec les dépenses du budget d'investissement.

2.4 Mettre en place une gouvernance de la zone euro plus efficace et plus démocratique

La création de ces nouveaux instruments, qui représente un saut d'intégration majeur pour l'Union économique et monétaire, devrait s'accompagner d'une évolution de sa gouvernance, avec des institutions propres à la zone euro responsables devant une formation parlementaire.

Tout d'abord, avant ces changements de traité, un renforcement de la coordination entre Etats membres de la zone euro et une plus grande association des parlementaires permettraient d'amorcer la transition vers une architecture renforcée de l'UEM.

À plus long terme, la gestion du budget commun de la zone euro envisagé nécessiterait des institutions propres à la zone euro et responsables devant une formation parlementaire dédiée. Cela pourrait, par exemple, prendre la forme d'un « Ministère des finances » de la zone euro, qui aurait la gestion des instruments décrits dans la présente note, dans le respect du mandat et des critères fixés par les traités révisés et dans un cadre de responsabilité démocratique à la fois vis-à-vis des États membres et du Parlement.

Dans cette optique, une formation « zone euro » du Parlement européen pourrait être instituée. Aujourd'hui, le Parlement n'est pas associé aux recommandations adressées par le Conseil aux États (le Parlement européen n'est colégislateur que pour les actes législatifs adoptés sur la base de l'article 121 TFUE). Il n'est pas associé à la gestion du MES du fait de sa nature intergouvernementale. Le Parlement européen pourrait ainsi se réunir en format « zone euro »,

afin d'éviter l'organisation d'élections spécifiques. Un autre schéma possible consisterait à créer une formation « zone euro » mixte composée de parlementaires européens des pays de la zone euro et de parlementaires nationaux. L'implication de parlementaires nationaux pourrait être justifiée étant donné la mutualisation de ressources envisagée et pourrait faciliter son acceptation.

Dans le cas de l'institution d'un Ministère des finances de la zone euro, il pourrait assurer la fonction de gestion budgétaire, en assumant la planification des recettes et des dépenses du budget de la zone euro, en vue d'une adoption des actes budgétaires par l'Eurogroupe et le Parlement européen en formation « zone euro ». Il pourrait aussi être chargé de la définition de l'orientation budgétaire agrégée de la zone euro, du suivi de la procédure de déséquilibres macroéconomiques, du suivi du secteur financier de la zone euro en liaison avec le Mécanisme de supervision unique et le Mécanisme de résolution unique, de la définition et du pilotage des programmes d'assistance financière et de gestion de crise (avec l'intégration du MES dans le droit de l'UE), ainsi que, à terme, de la représentation extérieure de la zone euro dans les institutions financières internationales.

Une telle configuration permettrait de coordonner les différents instruments de la politique économique *via* la définition d'un diagnostic partagé sur la situation économique et financière de la zone euro, et la bonne articulation des instruments budgétaires et structurels vis-à-vis de la politique monétaire. Cette coopération technique ne remettrait pas en cause l'indépendance de la politique monétaire : celle-ci serait toujours définie en fonction de ses objectifs propres, mais cela permettrait l'apparition d'un *policy-mix* cohérent à l'échelle de la zone euro.

Yves-Emmanuel BARA, Lucie CASTETS, Thomas ERNOULT, Adrien ZAKHARTCHOUK

La monnaie unique contient un paradoxe fondamental : elle est à la fois une garantie d'indépendance vis-à-vis du reste du monde et une source de contraintes nouvelles pour les pays membres. Cette contradiction est au cœur des difficultés qui agitent la zone euro^a, en particulier depuis la double récession de 2012-2013.

Le constat est assez simple. L'architecture de la zone euro a été suffisamment renforcée depuis 2011 pour que la stabilité financière ne soit plus un problème à court terme. Cependant, la construction est encore incomplète. Il manque à l'union bancaire un traitement des prêts non performants et une garantie commune des dépôts, et surtout, la gestion des finances publiques reste terriblement inefficace. Certains pays de la zone euro ressemblent maintenant à des pays émergents où la politique budgétaire renforce le cycle au lieu de l'atténuer. Par ailleurs, l'application des règles budgétaires est une source intarissable de tension entre les gouvernements et la Commission. Personne ne se satisfait du système actuel, mais les États ne parviennent pas à se mettre d'accord pour en changer. C'est donc la stabilité politique de la zone euro qui est aujourd'hui menacée.

La monnaie unique impose des contraintes budgétaires spécifiques ; tout l'enjeu est de savoir comment les faire respecter. Il y a trois grandes options : soit un budget commun avec contrôle parlementaire, qui nécessite une volonté fédéraliste absente pour le moment, soit une autorité supranationale, dont la légitimité politique sera toujours fragile, soit la discipline des marchés, qui est incertaine, volatile, et suppose que les États puissent faire faillite. La solution idéale n'existe pas et le bon sens suggère de combiner les trois approches.

Le budget d'investissement proposé ci-dessus est une excellente proposition. Une leçon des réflexions, notamment celles du Trésor depuis 2012, est qu'il est finalement plus simple de créer un budget commun, de taille limitée, que de mettre en place des mécanismes ad hoc de mutualisation des dettes souveraines. De plus, comme on le voit dans les graphiques 7 et 8, un budget aux recettes cycliques peut permettre une stabilisation significative du PIB tout en ayant un effet minimal sur la dette à moyen terme. L'avenir de la zone dépend des solutions que les pays membres sauront proposer. Cet article apporte une contribution importante au débat.

*Thomas Philippon
New York University, ACPR*

a. Voir Philippe Martin et Thomas Philippon "Inspecting the mechanism: leverage and the Great Recession in the Eurozone", à paraître dans *l'American Economic Review* (2017).

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Pierre Leblanc
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus

Janvier 2017

n°189. Composition et répartition du surplus distribuable en France depuis la crise
Anne-Sophie Dufernez, Laure Le Saux

Décembre 2016

n°188. L'indemnisation du chômage en France au regard des pratiques européennes
Estelle Dhont-Peltraut

n°187. Analyse économique de l'Accord de Paris
Jean Giraud, Nicolas Lancesseur, Thomas Roulleau

Novembre 2016

n°186. Les pays primo-émetteurs sur les marchés obligataires depuis 2007 : quels enjeux économiques ?
Nathan Bertin

n°185. Le secteur financier face à la transition vers une économie bas-carbone résiliente au changement climatique
Jean Boissinot, Doryane Huber, Isabelle Camilier-Cortial, Gildas Lame

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.