

**PHILIPPE VIGNERON**

Institut d'Etudes européennes, Université libre de Bruxelles

Chercheur associé au Ceric, Université Aix-Marseille

philippe.henri.vigneron@gmail.com

## LA ZONE EURO ENTRE OPTIMALITÉ, VIABILITÉ ET PÉRENNITÉ

**Résumé :** La zone euro n'est certes pas une zone monétaire optimale mais est-ce un argument dirimant pour envisager sa fin et prôner le retour des monnaies nationales ? Elle a en tout cas montré qu'elle pouvait être une zone monétaire viable puisque son existence perdure depuis plus de 15 ans. La problématique posée dans cet article est de savoir si elle peut être pérenne et, pour ce faire, sur quelles bases il faudrait en améliorer le fonctionnement.

**Mots-clés :** Banque centrale européenne, union économique et monétaire, zone euro, zone monétaire optimale.

**JEL Classification :** E52, E58.

### EUROZONE BETWEEN OPTIMALITY, VIABILITY AND PERENNTY

**Summary :** The Euro area cannot certainly be considered as an optimum currency area but is this determinant to propose to bring it to an end and to come-back to national currencies ? The euro area showed that it could be considered as a viable monetary area as it exists since more than 15 years. The aim of this article is to know if it could be perennial and to do so on which bases its functioning could be enhanced.

**Keywords :** European Central Bank, economic and monetary union, euro area, optimum currency area.

### Introduction

En matière d'intégration économique et monétaire, la littérature académique est particulièrement abondante sur la théorie des zones monétaires optimales (ZMO). La plupart de ces articles se réfèrent également à l'unique expérience politique concrète existant à ce jour dans ce domaine d'intégration, à savoir le processus d'union économique et monétaire européen (UEM).

Parmi les auteurs, certains soulignent à l'envi que la zone euro n'est pas une véritable ZMO et recensent ses manques et ses vices de construction tandis que d'autres relèvent les progrès accomplis et les acquis engrangés sur le difficile chemin de la formation d'une zone monétaire sinon optimale tout au moins viable et peut-être même pérenne.

C'est ce hiatus entre une théorie économique et une mise en œuvre politique que le texte qui suit veut brièvement cerner et tenter de juguler pour dégager autant que faire se peut quelques réflexions pour l'avenir.

## 1. Optimalité

### 1.1. Une intuition géniale

C'est en 1961, dans l'*American Economic Review*, que l'économiste canadien R. Mundell esquaissa la théorie des zones monétaires optimales en quelques pages.

A cette époque, le débat théorique faisait rage entre les économistes tenant du système de taux de change fixes, qui régissait les relations monétaires internationales depuis les accords de Bretton Woods de 1944, et les économistes tenant d'un système où les taux de change seraient flottants. Les arguments s'échangeaient sur les avantages et les inconvénients des deux systèmes en termes de croissance, de stabilité et de prévisibilité à l'échelle mondiale. Après le retour de la convertibilité des monnaies européennes à la fin des années 1950, la spéculation sur les taux de change apparaissait et les paradoxes de Bretton Woods étaient mis en lumière par l'économiste belge R. Triffin.

L'originalité de la pensée de Mundell a été de tenter de dépasser ce débat un peu académique en explorant un cadre conceptuel nouveau permettant d'analyser diverses configurations monétaires : pourquoi un pays ne pourrait-il pas combiner les changes fixes et les changes flottants en fonction du type de relations entretenues avec ses partenaires ? C'est ainsi qu'il allait définir de manière intuitive la ZMO qui est la zone à l'intérieur de laquelle l'ajustement optimal se réalise par des taux de change fixes alors que cet ajustement se réalise avec des taux de change flottants avec d'autres monnaies ou zones monétaires.

En initiant cette problématique au moment où six États européens établissaient la Communauté économique européenne, Mundell laissait entendre que les cadres purement nationaux étaient désormais dépassés et ne représentaient plus nécessairement l'échelle appropriée pour organiser les relations économiques avec les partenaires. En s'interrogeant sur la validité de ces cadres nationaux et sur la pérennité d'un système international unique, il ouvrait ainsi la voie, déjà explorée par Triffin, à la réflexion sur l'opportunité d'une union monétaire entre certains pays et donc sur la faisabilité d'une intégration monétaire régionale. Il était cependant

pleinement conscient que les monnaies sont aussi l'expression de la souveraineté nationale et que, dès lors, l'exercice entrepris devait s'accompagner d'une prise de conscience politique profonde.

## 1.2. Un formidable outil théorique

Cette théorie a considérablement renouvelé l'analyse macroéconomique en économie ouverte et a constitué une des bases essentielles de réflexion sur l'intégration économique et monétaire.

L'approche entamée par Mundell et poursuivie dans les années 1960 essentiellement par les économistes américains R. McKinnon (1963) et P. Kenen (1969) tente de déterminer dans quelles conditions un pays ou un groupe de pays peut décider d'entrer dans une union monétaire. Ils vont ainsi analyser les coûts et les bénéfices engendrés par l'utilisation d'une monnaie unique et fixer des critères d'optimalité pour déterminer si un groupe de pays possède les propriétés requises pour former une zone monétaire.

Les bénéfices apparaissent dans l'élimination du risque de change et dans la fin des manipulations de taux de change à l'intérieur de la zone, dans la réduction des coûts des transactions intrazonales et, plus généralement, dans l'allègement des charges de trésorerie. Tout ceci favorise les relations commerciales, la transparence et la concurrence sur les marchés.

Les inconvénients se situent, quant à eux, dans la perte de l'instrument du taux de change et, plus généralement, dans la perte de l'autonomie dans la détermination des préférences politiques entre chômage, inflation et déficit budgétaire. La politique monétaire unifiée de la zone se traduit par le statut indépendant de la banque centrale unique.

En étudiant comment peut s'opérer la compensation de la perte de l'instrument du taux de change dans le chef des différents pays membres de la zone, ces économistes vont tout spécialement s'intéresser aux instruments qui existent au sein d'une zone intégrée pour absorber les effets des chocs asymétriques.

Ils vont retenir les critères d'optimalité suivants :

- le degré d'intensité de l'intégration économique des entités de la zone (degré d'ouverture de leur économie et d'intensité de leurs échanges) ;
- le degré de symétrie entre les entités de la zone (degré de similarité de leurs structures économiques et financières) ;
- le degré de puissance des mécanismes correcteurs des différences entre les entités de la zone (degré de mobilité des facteurs de production – travail et capital – ainsi que existence et importance d'un certain type de fédéralisme budgétaire au sein de la zone capable de mettre en œuvre des flux financiers compensateurs).

Il s'agira dès lors de trouver l'équilibre entre les bénéfices marginaux microéconomiques et les coûts marginaux macroéconomiques pour aboutir à, ou tout au moins

approcher, la formation d'une zone monétaire optimale. Car on doit évidemment souligner qu'il n'existe pas de zone monétaire optimale au sens strict dans le monde, même au sein d'un même État. L'optimalité est un concept. La théorie des ZMO fournit donc un outil d'analyse extrêmement précieux, mais cela reste une théorie.

Au fur et à mesure du développement de celle-ci, un certain nombre d'économistes comme J. Ingram (1962), N.N. Mintz (1970), J.M. Fleming (1971), W. Corden (1972), P. Robson (1987) vont mettre plus particulièrement en lumière certains aspects de cette problématique et insister sur l'un ou l'autre critère. Ils pointeront ainsi l'importance de la diversification sectorielle, de la flexibilité des prix et des salaires, de l'intégration des marchés financiers, de l'intégration budgétaire et, in fine, de l'intégration politique c'est-à-dire l'importance d'une réelle détermination politique dans la construction réussie d'une union monétaire.

On le voit, le corpus de cette théorie des ZMO s'est considérablement étoffé dans le courant des années 1970 et 1980, époque de l'effondrement du système de Bretton Woods et de la généralisation par défaut des changes flottants, et toute étude sur l'intégration économique et monétaire se référait d'une manière ou d'une autre à cette théorie. Celle-ci tendait à montrer la complexité du processus d'intégration économique et monétaire en faisant ressortir l'imbrication des différents aspects de la politique économique et les effets d'entraînement occasionnés par les étapes successives de ce processus.

Dès les années 1990 cependant, des critiques (G. Tavlas 1993) relèveront certaines faiblesses de cette théorie. Celles-ci portent à la fois sur les difficultés rencontrées pour mesurer correctement ces critères sur la base de données empiriques suffisamment fiables ainsi que sur le poids respectif de ces critères et les incohérences qui peuvent survenir entre eux dans la décision de rejoindre ou non une ZMO.

## 2. Viabilité

### 2.1. La praticabilité d'une zone monétaire

La seule véritable initiative politique concrète qui ait été prise en matière d'intégration économique et monétaire est celle de l'intégration européenne et on constate que celle-ci s'est réalisée à l'ombre de la théorie des ZMO sans pour autant s'y appuyer et en tirer les conclusions de politique économique qu'elle véhicule.

Cela tient d'abord au fait que la création d'une union économique et monétaire ne se pose pas en termes d'optimalité mais bien plutôt en termes de praticabilité. C'est, in fine, la volonté politique qui est déterminante, ce qui signifie que certains pays chercheront à entrer dans une zone monétaire alors qu'ils sont encore loin de remplir les critères d'optimalité et à l'inverse d'autres pays choisiront de rester en dehors alors qu'ils sont bien plus proches de ces critères. Il est utile de le rappeler,

l'Union européenne (UE) en général et la zone euro en particulier se sont bâties sur des considérations de nature essentiellement politique et non pas tellement sur des critères purement économiques, même si ceux-ci ont été mis en avant au cours des étapes de sa construction.

Cela tient ensuite au fait que la création d'une union économique et monétaire s'inscrit dans un contexte historique donné.

Ainsi, par delà cette prégnance du politique, l'essence même de la théorie des ZMO a été sinon ignorée, du moins interprétée à la lumière des développements économiques du moment. Tout l'exercice initié par le rapport Delors ayant abouti au traité de Maastricht montre que les conditions énoncées pour entrer dans l'UEM, c'est-à-dire les fameux critères de convergence et la prépondérance accordée au contrôle de l'inflation, ne reflètent que très partiellement la théorie des ZMO. La construction conceptuelle de l'UEM est avant tout basée sur la préservation de l'acquis du marché unique et se conçoit donc comme un rempart contre les risques de déstabilisation de cet acquis par des manipulations de taux de change. La monnaie unique constitue à la fois une réponse à l'effondrement du système de Bretton Woods et une force motrice qui doit mener les économies des États membres vers une convergence accrue en s'appuyant sur les variables clés que constituent la maîtrise de l'inflation et la discipline budgétaire.

Cette vision libérale et monétariste s'est construite sur l'expérience passée du Système monétaire européen (SME) et relève à la fois de l'ordo-libéralisme allemand et du rôle éminent joué par les banques centrales, et tout particulièrement par la Bundesbank, dans le processus d'intégration. Ceci a eu pour effet qu'un certain nombre d'économistes anglo-saxons comme M. Feldstein ou M. Friedman, ont exprimé dès l'abord leurs doutes sur la pérennité de la construction économique et monétaire européenne. Ils souligneront en particulier l'importance de s'accorder globalement sur une même hiérarchie d'objectifs et surtout sur une interprétation commune de l'arbitrage inflation versus chômage (homogénéisation des préférences), tout en craignant par ailleurs, sans l'avouer vraiment, l'affirmation de l'identité monétaire naissante de l'UE dans le concert des grandes devises.

C'est l'économiste C. Wyplosz qui parlera un jour de « rendez-vous manqué » entre l'UE et les ZMO et considérera qu'il s'agit là du « péché originel » de l'UE.

## **2.2. Une évolution centripète ou centrifuge ?**

Après une relative mise en veilleuse, la théorie des ZMO a connu depuis la fin des années 1990 un regain d'intérêt, avec les travaux de J.A Frankel et A.K. Rose (1997), C.Wyplosz (2006) ou F.P. Mongelli (2008), entre autres à la suite de l'évolution constatée dans l'UE. L'UEM va en effet jouer le rôle de laboratoire d'idées pour la reprise des recherches en matière de ZMO. On pourra ainsi désormais étudier in situ la mise en place et l'évolution d'une zone monétaire sur la base d'un certain

nombre de données et voir ainsi jusqu'à quel point il y a adéquation ou non entre la théorie et la réalité politique.

La question s'est très tôt posée de savoir si, une fois entamée, l'intégration renforçait ou non la convergence entre les économies de la zone et si, en quelque sorte, l'union monétaire produisait d'elle-même les conditions de son optimalisation. Autrement dit, tous les critères devaient-ils être nécessairement respectés *ex-ante* par les États désireux de créer une ZMO ou, chemin faisant, ces critères pouvaient-ils être respectés par ces États une fois membres de la zone, c'est-à-dire *ex-post* ?

L'apport des nouvelles études produites sur les ZMO au cours de ces années se penche donc sur le caractère endogène ou exogène des critères d'intégration.

Les premiers pas de la zone euro ont plutôt donné l'impression que l'intégration, en facilitant les échanges et en facilitant les investissements directs transfrontaliers dans la zone, poussait à une corrélation accrue des cycles économiques et donc à une convergence des économies qui pourrait aboutir à une homogénéisation progressive des préférences. Mais c'était sans compter sur la survenue de chocs asymétriques d'origine externe qui ont montré au contraire que ces cycles étaient différenciés car les États ont réagi selon leur propre culture interne dans les choix macroéconomiques et ont cherché à exploiter plus intensément leurs avantages comparatifs, leurs dotations factorielles, ce qui a eu pour effet in fine d'avoir des économies moins corrélées.

Les nouvelles études menées en matière de ZMO basées sur des données empiriques (T. Bayoumi et B. Eichengreen 1998) ont déterminé que certains facteurs d'optimalisation sont plutôt endogènes (l'intégration financière, l'intégration commerciale) tandis que d'autres sont plutôt exogènes (institutions et régulations du marché du travail ou des marchés de produits). Ceci a conduit l'UE à entamer par ailleurs des réformes structurelles à travers différents programmes comme la stratégie de Lisbonne dont les résultats sont pour le moins globalement décevants.

Les conclusions tirées de ces études montrent que la différence essentielle entre le degré d'optimalité global de la zone euro et celui des États-Unis s'explique par l'importance de la réaction politique aux chocs asymétriques. En effet, les performances entre États américains ne sont pas nécessairement meilleures que celles des États de la zone euro en termes de convergence ; par contre, c'est la réponse de l'État central qui donne une plus grande cohésion aux États-Unis grâce à une certaine homogénéité des structures politiques et au fédéralisme budgétaire et fiscal.

### 2.3. Viabilité et résilience

Après plus de 15 ans d'existence, la zone euro a montré qu'il ne fallait pas nécessairement être une ZMO pour être une zone monétaire viable.

Elle s'est progressivement étendue, passant de 11 États membres à 19, montrant ainsi qu'elle exerce une certaine attractivité et qu'aucun de ses membres n'a voulu la

quitter. Elle s'est aussi approfondie, même si c'est le plus souvent dans la douleur et sous le poids des événements extérieurs, et elle a trouvé une place dans le concert de grandes zones monétaires à l'échelle mondiale. L'euro, à qui certains prédisaient une mort rapide, est toujours présent et est devenu une grande devise internationale tant sur le plan commercial que sur le plan financier.

Elle a en outre montré sa capacité de résilience pendant la crise de 2007 et au cours des années qui ont suivi. Certes, ce fut au prix de réformes difficiles prises dans l'urgence et au prix de fortes tensions politiques entre ses membres mais on peut légitimement s'interroger sur ce qui serait advenu de certains de ceux-ci en l'absence d'une monnaie unique. Après tout, d'autres zones monétaires ont aussi souffert pendant cette période troublée.

Pendant, elle a aussi révélé sa faible propension à la croissance et a contribué à l'apparition d'une cassure structurelle entre ses membres du nord et du sud de l'Europe.

Depuis la mise en place de la zone euro, la doctrine (Louis 2009) n'a cessé de constater le déséquilibre flagrant existant entre un volet monétaire intégré couronné par une banque centrale unique émettant une monnaie unique et un volet économique encore largement décentralisé et resté entre les mains des États membres. La politique monétaire de la zone est en effet conçue et administrée par un système de type fédéral composé de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques centrales nationales des pays de la zone formant le Système européen de Banques centrales (SEBC) tandis que *les* politiques économiques (et non *la* politique économique) sont menées par les autorités nationales dans le respect de grandes orientations non contraignantes, excepté dans le domaine des finances publiques, qui est encadré par un pacte de stabilité particulièrement rigoureux même s'il n'est pas pleinement appliqué, sans pour autant s'appuyer sur une harmonisation fiscale minimale.

Une telle construction a provoqué des tensions au fil du temps et a montré que la détermination d'un *policy mix* au niveau de la zone était en fait impossible avec les instruments existants. A ce propos, J. Bourrinet (2010) parle de « *policy-mix* inaccessible ». Cette construction fait peser un poids excessif sur la BCE, seule institution fédérale, et ce d'autant que le pacte de stabilité est un édifice à la fois contestable quant à certains de ses fondements et contesté quant à son application.

En se basant sur des études empiriques récemment menées à l'échelle de la zone euro (Alves et Barbosa 2011), celle-ci souffrirait surtout d'une faible optimalité dans trois domaines : flexibilité des marchés du travail, intégration financière et intégration budgétaire et fiscale. Ces manques se sont révélés cruciaux lors du déclenchement de la crise financière et économique dès 2007–2008. Ils ont cependant été en partie compensés par les réformes successives entreprises depuis par les autorités européennes et nationales dans le domaine bancaire et dans le domaine des finances publiques.

Il n'en reste pas moins que la zone euro reste bancal et que, devant la faiblesse de la reprise économique, c'est la BCE qui a seule pris ses responsabilités et a lancé un programme de politique monétaire dite « non conventionnelle » de plus en plus ambitieux de taux d'intérêt nuls ou négatifs et de déversement de liquidités dit d'assouplissement quantitatif ou « *Quantitative easing* » ou encore, « *QE* », à l'instar d'ailleurs d'autres banques centrales. Ce sont ces mesures, jugées dans un premier temps utiles, et même indispensables, qui sont maintenant petit à petit remises en question car elles ne sont pas parvenues à rétablir une croissance durable dans la zone et suscitent certaines inquiétudes à la fois pour l'avenir de la situation financière du système bancaire et pour la composition du portefeuille des banques centrales gonflés de titres publics et parfois privés non dénués de risques.

Quoi qu'il en soit, il est patent que les banques centrales ne peuvent être seules à la manœuvre et que les États doivent s'engager sur le front de la croissance et sur celui des réformes structurelles.

La question existentielle rémanente n'est donc pas de savoir si la zone euro est viable – elle a montré qu'elle l'était jusqu'à présent – mais si elle est pérenne.

### 3. Pérennité

La question de la pérennité de la zone euro a toujours suscité des débats passionnés car les adversaires idéologiques de l'euro n'ont jamais désarmé. Mais le but de cet article n'est pas de revenir sur ces polémiques un peu stériles aux relents souverainistes mais bien de poser un regard le plus objectif qui soit sur la situation actuelle.

Bien sûr, on peut estimer que plus la zone euro dure, plus le mirage du retour aux monnaies nationales se dissipe. L'euro est non seulement entré dans les mœurs mais la plupart des agents économiques se rendent compte qu'une dissolution de la zone aurait un coût élevé en termes à la fois financiers, économiques, politiques et psychologiques et ferait entrer l'Europe et le monde dans une période de grande incertitude et de grande instabilité.

#### 3.1. Un risque de délitement

Cependant, le risque perdure malgré tout de voir un jour la zone euro se déliter ou éclater si les autorités communautaires et nationales se contentent de maintenir le statu quo juridique et institutionnel actuel et n'opèrent pas certains revirements en matière de politique économique. C'est ainsi que de nombreuses études récentes examinent les modifications qui pourraient être apportées au fonctionnement de la zone pour assurer sa pérennité.

Car, contrairement à ce que certains peuvent prétendre, le sort de l'Union européenne et de la zone euro sont étroitement imbriqués et ce n'est pas moins d'euro

mais plus d'euro qui serait nécessaire pour consolider l'édifice européen et, en particulier, son marché unique.

Le récent ouvrage de J. Stiglitz (2016), dont le diagnostic sur l'état de l'Union et de la zone nous paraît dans l'ensemble plutôt pertinent, propose d'abandonner l'euro pour sauver l'Europe. Bien que cet auteur, contrairement à d'autres économistes américains, porte au total un regard plutôt bienveillant sur le processus d'intégration européenne, il semble tomber dans le travers classique de ces économistes, sans doute inhérent à leur vision américano-centrée, qui tend à minimiser les questions de taux de change et donc l'apport de l'euro à la stabilité monétaire interne de la zone. De même, il ne tient pas compte de l'appropriation de l'euro par la grande majorité des agents économiques de la zone. Non seulement l'euro a permis d'assurer à ceux-ci un cadre monétaire stable et prévisible qui a consolidé le formidable développement du marché unique mais un éventuel retour aux monnaies nationales ne semble en effet pas souhaité par la population de la zone euro.

Quelle voie faudrait-il donc emprunter pour consolider l'euro? L'idéal fédéraliste européen étant pour l'instant en veilleuse, c'est une voie pragmatique et prudente qu'il faudrait emprunter pour amorcer cette consolidation.

Peu de temps après la parution du livre de Stiglitz est sortie une nouvelle étude de l'Institut Notre Europe tentant de définir une telle stratégie globale pour réformer la zone euro afin justement d'assurer sa pérennité.

L'intérêt de ce document, qui est le fruit d'un panel composé de plusieurs économistes de différents États membres, est de donner un schéma de réforme complet en trois piliers, couvrant à la fois des propositions de court terme applicables sans changement de traité et des propositions de long terme impliquant un saut qualitatif important sur le plan institutionnel.

### **3.2. Quelques considérations personnelles**

En gardant en mémoire à la fois le livre de Stiglitz et le document de Notre Europe, qu'il nous soit permis de développer ci-après quelques considérations personnelles.

La première porte sur la nécessité d'une relance de l'investissement privé et public non seulement parce que c'est la clé d'un retour de la croissance et d'une reprise de l'emploi mais aussi parce que, pendant trop longtemps, les États membres ont laissé se dégrader l'investissement public pour se couler dans le carcan des critères du pacte de stabilité.

En ce qui concerne l'investissement privé, cette idée a connu un début de concrétisation avec le Plan européen d'investissements stratégiques, mieux connu sous le nom de Plan Juncker, présenté à la fin de 2014 et mis en œuvre dès l'été 2015, qui a pour but d'attirer des capitaux privés pour des projets d'investissement à risque via un fonds d'investissement européen. Mais il s'agit maintenant de mettre en place un outil de plus grande ampleur, comme le souligne le plan d'extension proposé

par la Commission et avalisé par le Conseil Ecofin en décembre 2016, qui vise la somme de 500 milliards d'euros à l'échéance de 2020, en particulier pour des projets de long terme et de type transfrontalier.

En ce qui concerne, en revanche, l'investissement public, les choses sont plus compliquées face à l'obstruction systématique de l'Allemagne et des Pays-Bas à toute idée de développer les dépenses publiques d'investissement, pourtant nécessaires alors que ces deux pays sont sans doute ceux qui disposent des marges les plus importantes pour une telle politique.

Ce retour à une vision de nature plutôt keynésienne destinée à moderniser et améliorer les conditions de vie des citoyens européens est pourtant depuis peu soutenu de manière générale par le FMI et l'OCDE à l'échelle du monde, au-delà donc du cas de la zone euro, et par la BCE dans le cadre de cette zone. Tant il apparaît maintenant de plus en plus évident qu'il est dangereux de vouloir réduire brutalement les déficits publics comme on a essayé de le faire trop longtemps et que les conditions financières caractérisées par des taux d'intérêt très bas, voire négatifs, constituent une opportunité à saisir et tant il apparaît que certains EM ne peuvent continuer à engranger des surplus budgétaires au détriment de l'ensemble de la zone euro.

Il s'agirait, sans toucher aux traités existants, de s'interroger sur la pertinence du maintien tel quel de la machinerie institutionnelle mise en place pour encadrer les déficits publics, ce qui devrait passer par un réaménagement du pacte et des normes SEC appliquées en matière d'investissement et, plus globalement, par une réinterprétation des critères de convergence qui nécessiterait de revenir à séparer les dépenses d'investissement des dépenses courantes dans le calcul du déficit public et d'appliquer des règles plus strictes en matière d'excédent courant excessif dans le souci d'abandonner l'idée absurde initiée par l'Allemagne de la nécessité d'un solde budgétaire à l'équilibre en toutes circonstances, allant même jusqu'à la sanctifier en la constitutionnalisant. Et cela passerait aussi par le développement de partenariats public-privé sous l'égide de la Banque européenne d'Investissement (BEI).

Ceci relève de la politique définie à l'échelle européenne et dépend donc à la fois de la Commission européenne, dont la position paraît de plus en plus ouverte à ce sujet, et des ministres des finances de la zone euro. Cette politique ne devrait rien enlever par ailleurs à la nécessité de maintenir les efforts entrepris et souvent insuffisamment développés au niveau des politiques structurelles sur le plan du rapprochement des normes financières, sociales et fiscales, ce que craignent par-dessus tout l'Allemagne et les Pays-Bas.

La deuxième concerne le retour progressif à une structure de taux d'intérêt normale et le ralentissement progressif de la politique de *QE*, sous la forme d'un « *tapering* » doux, ce qui semblerait constituer la voie que devrait suivre la BCE à partir de 2017. Certains économistes se demandent aussi s'il ne serait pas utile de relever les objectifs d'inflation ou même si la BCE ne devrait pas carrément

remplacer progressivement ses achats de dettes d'État par des participations dans des fonds dédiés au financement d'infrastructures ou de projets d'innovation, en partenariat avec la BEI afin de mieux irriguer l'économie réelle.

Tout ceci relève de la politique de la BCE, en accord avec les autres grandes banques centrales.

De notre avis, et contrairement à ce que d'aucuns affirment, il n'est par contre pas besoin de redéfinir le mandat de la BCE, celle-ci ayant à suffisance montré que, sous un intitulé qui peut paraître un peu limité, il est en fait susceptible d'interprétations larges.

La troisième relève que l'achèvement de l'union bancaire et, en particulier, l'important volet de la garantie des dépôts bancaires, est une condition fondamentale pour constituer un véritable marché financier intégré. De même, au-delà de cette union bancaire, il faudrait réfléchir à développer une plus grande centralité de la régulation des marchés des capitaux qui devrait pouvoir aboutir à terme à la création d'un superviseur semblable à la *Securities and Exchange Commission (SEC)* américaine pour la zone euro.

La quatrième enfin porte sur le chantier proprement institutionnel. C'est en effet par un saut qualitatif institutionnel que l'on pourra à terme consolider la zone euro et la rendre ainsi plus optimale. Ce sont toutes les questions concernant l'installation de mécanismes correcteurs au niveau de la zone, d'une certaine harmonisation fiscale impliquant de pouvoir prendre des mesures ponctuelles à la majorité qualifiée, si besoin est par recours à une coopération renforcée, de la mise en place d'un budget de la zone euro et, *in fine*, de la gouvernance de cette zone (Trésor commun et ministre des finances pour la zone, représentation unique de celle-ci dans les organisations internationales) qui sont posées. Ce sont aussi les questions d'appropriation démocratique, avec la possibilité d'installer une sorte de parlement de la zone euro comprenant à la fois des députés européens et des députés des différents parlements nationaux des États membres de la zone.

Ceci ne doit pas être considéré comme de l'union politique à l'échelle de la zone euro, ce qui serait dommageable à la construction de l'UE et de toute façon irréaliste, mais bien plutôt comme la concrétisation d'une autonomie juridictionnelle, en particulier dans le domaine de la capacité budgétaire de la zone euro.

## Conclusion

La zone euro existe depuis plus de quinze ans. Elle a résisté à des changements brutaux de conjoncture internationale et a constitué un bouclier protecteur face aux évolutions dramatiques suscitées par la grande crise financière et économique apparue dès 2007.

Cependant, cette résilience ne s'est pas faite sans dégâts en son sein et l'évolution divergente des économies de ses États membres a révélé lacunes et dysfonctionnements non seulement à la lumière de la théorie des ZMO mais également, de manière plus pragmatique, à la faveur d'une analyse critique de son équilibre interne entre volet monétaire et volet budgétaire.

Considérer que dès lors il serait nécessaire de dissoudre la zone euro et de s'en retourner aux monnaies nationales nous paraît constituer une grave erreur d'appréciation basée sur des considérations essentiellement idéologiques et reviendrait, comme dit le dicton, à « jeter le bébé avec l'eau du bain ».

Il nous semble donc que les responsables politiques tant européens que nationaux devraient se pencher avec intérêt sur les études menées afin de consolider la zone euro suivant un certain nombre de pistes esquissées ci-avant.

Sinon, cette zone pourrait finir par se démanteler. Par delà des considérations idéologiques et partisans sur le bien-fondé de cette UEM, un tel démantèlement aurait certainement un coût financier élevé et un coût politique impossible à chiffrer et inaugurerait une période de déstabilisation non seulement européenne mais mondiale.

## Bibliographie

- 2017–2027 Europe : sortir de l'ambiguïté constructive ?, France-Stratégie, Paris, mai 2016
- Alves, R.H., Barbosa, J.R., 2011, *The Euro area ten years after its creation : (Divergent) Competitiveness and the optimum currency area theory*, Panoeconomicus.
- Bourrinet, J., Vigneron, Ph., 2010, *Les paradoxes de la zone euro*, Bruylant, Bruxelles.
- Implementation of the Lisbon Treaty-Improving functioning of the EU : Economic and Monetary Policy*, Parlement européen, Commission des affaires institutionnelles, juin 2016.
- Kenen, P.B., 1969, *The Optimum Currency Area : An Eclectic View*, dans Mundell et Swoboda : *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, University of Chicago Press.
- Leuro et la croissance après le Brexit*, 2016, Notre Europe/Institut Jacques Delors/Bertelsman Stiftung, septembre.
- Louis, J.V., 2009, *L'Union européenne et sa monnaie*, Institut d'Etudes européennes, Editions de l'Université libre de Bruxelles, Commentaire Mégret, Bruxelles.
- McKinnon, R.I., 1963, *Optimum Currency Areas*, American Economic Review, vol. 52.
- Mundell, R.A., 1961, *A Theory of Optimum Currency Areas*, American Economic Review, vol. 51.
- Quelle union budgétaire pour la zone euro ?*, 2016, Conseil d'analyse économique, Paris, février.
- Stiglitz, J., 2016, *Leuro : comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, Les liens qui libèrent, Paris.