

Pour de nouvelles institutions dans la zone euro

Les Echos n° 20709 du 30 Juin 2010 • page 19

Il faut repenser les institutions de la zone euro. La crise de 2008 met sous tension les défauts de construction de la zone euro et fait ployer l'édifice. Pour qu'il ne s'effondre pas, il est temps d'améliorer sa structure. La construction européenne a toujours progressé par avancées imparfaites, corrigées au gré des crises et des rapports de force politique.

Le Centre for economic policy research a récemment publié un opuscule qui fait un tour d'horizon intéressant des mesures possibles pour sauver la zone euro (1). La politique monétaire unique a été un succès en moyenne avec la Banque centrale européenne qui a rempli son mandat de stabilité des prix dans la zone euro. Mais des tensions fortes sont nées entre les pays de la périphérie qui ont bénéficié d'une forte baisse de taux d'intérêt à leur entrée dans l'union monétaire. Cela a engendré une croissance forte du crédit. Ces pays n'ont pas su limiter l'émergence de bulles immobilières, leurs déficits de balance courante et leur inflation. Les divergences d'inflation entre les pays de la zone euro ont atteint des niveaux élevés. La hausse cumulée des prix entre 2000 et 2007 a été supérieure de 8 % à l'inflation de la zone euro en Grèce, et de 10 % en Irlande. Symétriquement, les inflations allemande et française, toujours en taux cumulés, ont été inférieures de respectivement 4,2 % et 3,3 % à la moyenne de la zone euro. De telles divergences de prix posent des problèmes de compétitivité pour la périphérie. Parallèlement, les « pays en surplus », au premier chef l'Allemagne, n'ont pas hésité à placer massivement leur argent dans les pays de la périphérie, en pleine croissance, et ont accumulé des positions risquées.

Côté budgétaire, les garde-fous n'ont pas été respectés. Le Pacte de croissance et de stabilité, qui préconisait des déficits inférieurs à 3 % du PIB et des niveaux de dette qui se stabiliseraient au-dessous de 60 % du PIB, a été contourné par la plupart des membres de la zone euro. Entre 2000 et 2007, la limite des 3 % a été violée vingt-six fois par des pays de la zone euro (dont huit fois par la Grèce, quatre fois par l'Allemagne et trois fois par la France).

Il ne faut plus se voiler la face. En mettant sous pression les Etats souverains et le système financier tout entier, la crise force à une réforme importante des institutions de la zone euro. Il s'agit de la mettre en oeuvre le plus rapidement possible. La politique monétaire doit bien sûr toujours être fixée par la Banque centrale européenne pour ce qui est du taux directeur, mais la croissance du crédit devrait être modulée pays par pays. En particulier, des instances nationales, en coopération avec la BCE, pourraient tempérer les excès des marchés immobiliers en période d'expansion en changeant par exemple les ratios prêt/valeur du bien et en supprimant les subventions à l'investissement immobilier quand elles existent.

D'autres mécanismes de régulation du crédit devraient être élaborés. Le but de tels ajustements nationaux à la politique monétaire commune devrait être de limiter les divergences excessives de croissance des prix des actifs financiers et immobiliers. Ce faisant, on limiterait aussi les flux de capitaux transfrontaliers qui gonflent les bulles immobilières et conduisent à un accroissement du risque systémique dans la zone euro. Les pays en surplus seraient également bien inspirés d'encadrer la prise de risque de leurs exportateurs de capital.

En ce qui concerne les politiques budgétaires, il est acquis que le contrôle européen des déficits n'a pas fonctionné en raison du manque d'un mécanisme suffisamment incitatif ou punitif. Comme la politique budgétaire est une prérogative très importante des Etats souverains, il semble que la solution la plus réaliste serait de déléguer l'application du Pacte de stabilité au niveau national et de pousser les pays de la zone euro à instituer des « collèges fiscaux indépendants ». Ces instances auraient pour mission de vérifier la compatibilité des budgets des Etats avec les objectifs du Pacte sur le moyen terme. En cas d'écart, des ajustements automatiques seraient prévus par la loi ou la Constitution. Bien sûr, la composition des dépenses et des recettes resterait du ressort des Etats. C'est seulement leur niveau au cours du cycle conjoncturel qui serait encadré. Aucune de ces réformes n'est facile à définir ou à réaliser, que ce soit d'un point de vue conceptuel ou politique. Mais avons-nous vraiment le choix ?

HÉLÈNE REY EST PROFESSEUR À LA LONDON BUSINESS SCHOOL

(1) « Completing the Eurozone Rescue : What more needs to be done ? » édité par Richard Baldwin et Daniel Gros, VoxEU. org publication, mai 2010.