



HAL
open science

L'euro au temps du covid-19

Hubert Kempf

► **To cite this version:**

| Hubert Kempf. L'euro au temps du covid-19. 2020. halshs-02551978

HAL Id: halshs-02551978

<https://shs.hal.science/halshs-02551978>

Preprint submitted on 23 Apr 2020

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

L'euro au temps du covid-19

Hubert Kempf,
Professeur d'économie,
Ecole normale supérieure Paris-Saclay
et NRU Higher School of Economics, Moscou.

Avril 2020

Résumé

La crise ouverte par le covid-19 au premier semestre 2020 rend plus évident les fragilités institutionnelles de la zone euro. Les principes sur lesquels repose le traité de Maastricht, déjà mis à mal par la crise des dettes souveraines, montrent leurs insuffisances. L'absence d'une capacité budgétaire commune oblige de nouveau la BCE à monétiser les déficits et met en cause son mandat. Face à cette situation, l'article plaide pour la mise en place d'un dispositif d'émission de dette européenne, assumé et géré par la Commission européenne. Une telle option est préférable à la mutualisation des dettes nationales, consolide la construction européenne et accroît le rôle international de l'euro.

Zone euro : le covid-19 change la donne¹

Le covid-19 représente à n'en pas douter une des pires catastrophes économiques des dernières décennies. Au point que le président Macron n'hésite pas à parler de « guerre ». Les mauvaises nouvelles se succèdent. Les plus symptomatiques sont les prévisions de baisse d'activité pour l'année 2020. Les prévisions pour l'Allemagne sont d'une baisse de PIB entre -3 % et -9 %. L'INSEE prévoit une baisse pour la France entre -3 % et -6 %, tout en reconnaissant la difficulté de l'exercice. Enfin, dernier exemple, Morgan Stanley prévoit une baisse d'activité en avril-mai de l'ordre de -30 % en rythme annuel². Du jamais vu !

Face à cela, les pouvoirs publics annoncent des plans de soutien de l'activité eux aussi sans équivalent. Les mesures prises dans la zone euro reflètent sa caractéristique essentielle : une monnaie unique mais des autorités budgétaires nationales agissant de façon non-coordonnée. La BCE a annoncé le mercredi 19 mars un plan d'achat d'actifs de 750 milliard d'euros³. Par comparaison, lors de la crise de 2008, son bilan avait augmenté de 500 milliards entre le 31 décembre 2007 et le 31 décembre 2008 (avant de diminuer de 100 milliards en 2009) et, à la suite de la déconfiture des finances publiques grecques en 2010, de 900 milliards entre le 31 décembre 2010 et le 31 décembre 2012³. La réactivité de la BCE est impressionnante ! Plus remarquable encore, la commission européenne a suspendu les

¹ Cette section a été publiée le 31 mars 2020 par *The Conversation*. <https://theconversation.com/zone-euro-le-covid-19-change-la-donne-134952>

² Voir <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-22/morgan-stanley-sees-u-s-economy-plunging-30-in-second-quarter>

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.fr.html>. A cette date, cela revient à un total d'achat d'actifs de 870 milliards d'euro depuis le début mars. <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/>

contraintes pesant sur les finances publiques des États membres. Les pouvoirs publics nationaux dépensent sans compter, émettant de la dette rachetée prioritairement par la BCE. Clairement, une situation extraordinaire sans précédent !

Deux autres éléments sont à noter. D'une part, aucun économiste, aucun responsable public, même doué de pouvoirs de divination ou d'une imagination débordante, n'avait anticipé qu'un tiers de l'humanité (à la date du 26 mars 2020) serait soumis à des ordres de confinement. D'autre part, les mesures de politique économique, monétaire ou budgétaires, mises en œuvre ne suscitent aucun débat et rencontrent une adhésion pratiquement unanime. Quelle différence avec les controverses qui ont entouré les actions de la BCE lors de la crise des dettes souveraines, initiée par la crise grecque ! Cette unanimité s'explique en partie par la sidération dans laquelle nous plonge cette séquence d'événements inimaginables et non anticipés. Mais elle s'explique également parce que la situation est fondamentalement différente de la configuration du début des années 2010. Pour comprendre ce qui est à l'œuvre avec la crise du covid-19, il est important de comparer ces deux crises.

La crise des dettes souveraines a quelques caractéristiques essentielles.

C'est une crise sectorielle : elle touche initialement un pays, la Grèce, pour cause de mauvaise gestion durable de ses finances publiques. Économiquement, il s'agit d'un choc sectoriel qui met à l'épreuve les mécanismes assurantiels internes à la zone. Or ceux-ci s'avèrent pratiquement inexistants. Toute la construction institutionnelle de la zone euro depuis la clause de non-renflouement des institutions publiques contenue dans le traité de Maastricht aux dispositifs corsetant les finances publiques nationales a été conçue pour rendre inutiles ou impossibles de tels mécanismes assurantiels. En conséquence, la crise met à jour la très faible capacité de solidarité entre les pays membres. Alors même qu'elle menace de se propager. En effet, elle évolue sous la pression des marchés financiers mondiaux. Cette pression se traduit par la menace d'une contagion à d'autres économies que l'économie grecque. Révélatrice des faiblesses structurelles d'autres économies de pays membre.

Enfin, elle met en jeu l'existence même de la zone euro. Le jeu dangereux joué par les États autour du sauvetage de la Grèce et le risque de contagion ont en effet amené certains à penser que la Grèce devait sortir de l'Union européenne pour qu'elle retrouve des marges de manœuvre ou pour éviter d'entraîner les autres États dans un processus de renflouement sans fin, d'autres à penser qu'il y avait du profit à spéculer contre l'euro. Dans les deux cas, l'échec de l'intégration monétaire européenne devenait patent.

Dans la crise du covid-19, la situation est opposée terme à terme.

Ce n'est pas une crise sectorielle, mais une crise globale dans le sens suivant. Tous les pays membres sont touchés, et touchés durement, même si à l'heure du bilan il s'avérera que les pertes en vies humaines ou en richesse produite n'ont pas été égales pour tous. La question de la solidarité entre pays membres ne se pose donc pas dans une logique assurantielle mais bien plutôt humanitaire et macroéconomique. Et il est évident qu'elle doit se passer par le truchement d'une instance supra-nationale comme la BCE plutôt que par des transferts entre États membres. Tous étant sujets à la pandémie, la question de la contagion de la crise financière ne se pose pas dans le premier temps de la crise, l'expansion de la pandémie. Dans le même temps, les marchés financiers mondialisés sont eux-mêmes mis en situation de grande fragilité parce que la pandémie est mondiale. Il ne s'agit donc pas pour les opérateurs de se lancer dans des opérations de spéculation sophistiquées mais de sauver ce qui peut l'être.

Par voie de conséquence, la stabilité de la zone euro n'est pas directement en cause. Au contraire, ressort plutôt l'une des qualités déjà manifestée après la crise de 2008 : l'euro est un rempart contre les turbulences – ou les catastrophes extérieures. Il suffit d'imaginer la situation financière et économique

de l'Italie si elle avait disposé d'une monnaie nationale. La dévalorisation de cette devise aurait été abyssale. C'est la raison fondamentale pour laquelle la politique monétaire de la BCE face au covid-19, d'une libéralité ayant passé toutes les bornes connues et prise en urgence sans pouvoir préjuger de ses conséquences à moyen et long terme, ne cause littéralement aucune polémique ni controverse.

Mais rien n'assure que cette solidité apparente et initiale puisse durer.

Face à l'urgence

Pour filer la métaphore guerrière, ayant un ennemi commun, les 27 doivent maintenant cause commune. C'est à une configuration macroéconomique originale et non anticipée qu'ils font face, celle d'un choc global qui les atteint tous directement et devant lequel aucun ne peut penser pouvoir faire cavalier seul : l'interdépendance des économies assure au virus les voies d'une transmission aisée. Plus précisément, la zone euro se trouve devant une double configuration du « maillon faible ». La première est sanitaire : la fermeture des frontières intérieures à la zone euro ne pouvant qu'être limitée dans le temps sous peine de grippage généralisé, le pays le plus mal protégé contre le virus en assurera la transmission à l'ensemble de la zone. La deuxième est économique et est similaire à ce qui s'est produit pendant la crise des dettes souveraines : le pays le plus mal en point macroéconomiquement représente un danger potentiel de démantèlement graduel de la zone euro et plus généralement, de sa crédibilité internationale, tant politique que monétaire.

Il est impossible de préjuger des résultats des politiques macroéconomiques engagées. Nous avons fait un grand saut dans l'inconnu et nul ne peut prévoir aujourd'hui (avril 2020) ce qui découlera de ces mesures, encore moins ce qui se serait passé *sans* ces mesures. Quelles conséquences cette crise peut-elle avoir pour la zone euro ? Impossible de le dire avec un minimum de fiabilité ou d'honnêteté intellectuelle. Mais on peut au moins avancer sans risquer d'être démenti qu'il y aura pour la zone euro – et pour l'Union européenne – un avant et un après la pandémie du covid-19. Les pays membres savent maintenant qu'ils peuvent faire face à des chocs globaux et que face à de tels chocs, le besoin d'une union plus étroite se fait vivement sentir. La crise actuelle montre à l'évidence ce que la crise des dettes souveraines avait déjà laissé voir : les institutions originelles de la zone euro sont incapables de faire face aux turbulences d'une économie mondialisée comme celle du XXI^{ème} siècle.

Repenser ces institutions, ce n'est pas ouvrir la porte à une union de transferts généralisés, aberrants et pervers comme d'aucuns l'ont cru longtemps. Au contraire, c'est une condition nécessaire pour assurer le bien-être collectif d'une zone économique fortement intégrée que les frontières nationales protègent au final assez mal. C'est le problème majeur devant lequel se trouve la zone euro et ses dirigeants communautaires et nationaux au temps d'une pandémie d'une violence et d'une dangerosité quasiment sans équivalent historique.

Le covid-19, l'euro et l'approche maastrichienne

Le covid-19 change la donne intellectuelle autant que la situation macroéconomique de la zone euro. Lorsque la monnaie européenne est approuvée par les pays membres de l'Union européenne à la suite du rapport Delors et entérinée par le traité de Maastricht (décembre 1991), les bases du fonctionnement du système monétaire européen qui se met en place sont clairement inspirées par les principes et les pratiques monétaires appliquées progressivement en République Fédérale Allemande depuis la fin de

la seconde guerre mondiale⁴. Eux-mêmes traduisent une vision ordolibérale de l'économie qui trouva son origine en Allemagne en réaction au national-socialisme et s'y développa au sortir de la guerre. En matière macroéconomique, l'ordolibéralisme défend une double thèse :

– D'une part, le pouvoir politique a délégué la politique monétaire à une institution dirigée par des experts monétaires, une banque centrale « indépendante », c'est-à-dire soustraite aux influences et aux pressions du pouvoir politique. La banque centrale a pour mission première d'assurer la stabilité monétaire et en particulier une faible inflation.

– D'autre part, la politique budgétaire, définie par le pouvoir politique, doit reposer sur le principe de la recherche de l'équilibre du budget.

Si, en matière budgétaire, l'ordolibéralisme ne peut s'imposer dans l'après-guerre face au keynésianisme triomphant, la République fédérale d'Allemagne applique ses principes monétaires. La *Bundesbank* est virtuellement indépendante du pouvoir politique allemand et elle est la première banque centrale à se lancer dans un contrôle quantitatif des masses monétaires, embryon des règles monétaires qui deviendront communes à la fin du XX^{ème} siècle.

À la création de la monnaie unique européenne, les institutions de la zone euro suivront ces principes. Selon le traité de Maastricht, les banques centrales du système monétaire des banques centrales, y compris donc la BCE, doivent être indépendantes⁵. Le mandat que la BCE reçoit est d'assurer prioritairement la stabilité des prix, notion qu'elle traduira en pratique comme étant un objectif d'inflation « proche mais inférieur » à 2 %. Il lui est interdit d'accorder aucune aide financière à aucune institution publique de l'Union européenne. Enfin elle est libre de définir comme elle l'entend la politique monétaire qu'elle décide d'appliquer.

Sur le plan budgétaire, là encore sous l'impulsion du gouvernement allemand, la clause de non-renflouement est renforcée par un « pacte de stabilité et de croissance », difficilement négocié entre les États membres et entériné par le Conseil européen d'Amsterdam le 17 juin 1997⁶. Ce pacte encadre très étroitement les marges de manœuvre dont disposent les États membres. Avec l'adoption de ce pacte, c'est un dispositif inspiré des principes de l'ordolibéralisme allemand qui s'impose.

Mais le troisième principe sur lequel repose l'union monétaire européenne est l'absence de tout mécanisme de coordination des politiques budgétaires, le cas échéant par un mécanisme de fédéralisme budgétaire. C'est là une rupture importante avec les réflexions passées sur l'intégration européenne. Historiquement, les responsables politiques et les économistes ayant réfléchi à cette intégration avaient toujours évoqué la nécessité d'une telle concertation. Le rapport Werner de 1970 en est une parfaite illustration⁷.

En l'absence de toute institution communautaire assurant la coordination effective des politiques budgétaires, la BCE est la seule institution supra-nationale ayant une responsabilité macroéconomique dans la zone euro.

Les limites de cette construction ont déjà été cruellement mises en lumière lors de la crise des dettes souveraines. La politique non-conventionnelle mise en place, sous une forme ou sous une autre, depuis 2008, a constitué une brèche considérable dans les principes initiaux défendus et appliqués par la BCE. D'une part, son indépendance a été pour le moins écornée. Ses responsables ont dû entrer dans un

4 Ce que nous appelons « idéologie allemande » était à l'époque largement partagé par les partenaires de l'Allemagne. En particulier à cause des succès de la politique monétaire allemande en matière de maîtrise de l'inflation. Elle n'a donc pas été imposée par l'Allemagne à ses partenaires, grâce à une position « hégémonique ». Voir H. James, *Making the European Monetary Union*, Princeton University Press, 2012, en particulier le chapitre 6.

5 Par la suite, nous parlerons de la BCE comme personnifiant le SEBC.

6 Il est acté par deux règlements adoptés par le Conseil de l'Union européenne du 7 juillet 1997.

7 https://ec.europa.eu/archives/emu_history/documentation/chapter5/19701008fr072realunionecomon.pdf.

dialogue permanent avec les gouvernements impliqués ainsi qu'avec la Commission européenne pour parvenir à la mise en place de plans de sauvetage de la Grèce. D'autre part, la BCE est devenue de fait le prêteur en dernier ressort de certains États de la zone euro, à commencer par la Grèce. Cela s'est fait via les concours exceptionnels à leurs secteurs bancaires, mais aussi par le rachat de bons d'État malgré la clause de non-renflouement. Certes ces rachats se sont faits sur les marchés, mais en soutenant ainsi les cours de ces titres et la BCE, en réduisant ainsi les écarts de taux au sein de la zone euro, a bien apporté un concours indispensable pour éviter l'escalade des taux et partant, le risque de défaut souverain patent. Mais ce faisant, la BCE a assumé un rôle quasi-budgétaire, monétisant une partie considérable des dettes publiques des États membres et bafouant les principes de l'ordolibéralisme qui étaient censés guider son action au jour le jour. L'illustration de ce bouleversement est venue avec la fameuse phrase de Mario Draghi, alors président du consistoire de la BCE, que , en réduisant ainsi les écarts de taux au sein de la zone euro, « quoi qu'il en coûte » pour sauver l'euro⁸. Cette phrase fut comprise par tous et en particulier par les intervenants sur les marchés financiers, comme signifiant que le premier responsable de la banque centrale de l'union était décidé à s'affranchir des gardes-fous qui avaient été placés avec tant de soin par les concepteurs du traité de Maastricht.

Toute règle valant par les exceptions qu'elle tolère, on aurait pu admettre ces entorses aux principes en espérant revenir bien vite à une situation normale où les principes originels de la construction monétaire européenne retrouveraient leurs droits. C'est le consensus – ou plutôt l'espérance – qui régnait dans la communauté des banquiers centraux. Jusqu'à l'irruption de la pandémie du covid-19 et les annonces faites dans l'urgence par les autorités européennes au cours du mois de mars pour contrer la crise économique majeure imminente. Outre les décisions de la BCE rappelées en introduction, la commission européenne a suspendu l'application du pacte de stabilité et de croissance et prévoit une capacité d'intervention de 100 milliards d'euros. De plus, elle a lancé une initiative « SURE » (« *temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency* ») permettant le financement du chômage partiel en Europe.

L'intervention actuelle de la BCE pourrait faire penser par son ampleur à son intervention dans les années 2008 – 2015 puisqu'elle se manifeste par l'annonce d'un accroissement considérable de la taille de son bilan et du même ordre de ce qui s'est passé il y a une dizaine d'années. Pourtant le parallélisme apparent est trompeur. En effet, les causes de ces actions sont très différentes. Dans la période 2008 – 2015, la BCE a agi prioritairement et conformément à son mandat, pour endiguer les paniques bancaires et assurer la stabilité du système bancaire européen, menacé par une crise systémique de grande ampleur. Actuellement, la BCE ne prend même plus la peine de justifier son intervention par la crainte d'une nouvelle crise bancaire mais avance la nécessité de lutter contre la crise économique en maintenant à flot les entreprises et en soutenant les dépenses budgétaires considérables des États membres. En d'autres termes, ses responsables reconnaissent le rôle para-fiscal de la banque centrale et la nécessité d'une monétisation considérable des dettes publiques⁹.

Au vu de ces décisions, une évidence s'impose. Les principes fondateurs de la zone euro sont caducs, même si leur décès n'est pas encore officialisé.

8 Le 26 juillet 2012, à l'occasion de la conférence Global Investment organisée par l'agence gouvernementale britannique *UK Trade and Investment*.

9 La présidente du consistoire de la BCE, Christine Lagarde, a déclaré le 19 mars 2020 : « La politique monétaire a un rôle vital à jouer en parallèle. Il lui revient de maintenir la liquidité du secteur financier et de veiller à ce que tous les secteurs de l'économie bénéficient de conditions de financement favorables. Cela s'applique de la même manière *aux familles, aux entreprises, aux banques et aux gouvernements* (souligné par nous). » (<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.fr.html>)

Mais ce n'est pas le plus grave. Le plus grave réside dans le fait que la BCE est maintenant considérablement fragilisée et qu'il lui sera difficile de revenir à la situation *quo ante* alors qu'il est raisonnable de penser que la sortie de la crise du covid-19 pourrait être une reprise brutale et forte de l'inflation en zone euro (insistons dès maintenant que cela n'est pas une prévision fondée sur des méthodes sûres). En d'autres termes, la BCE pourrait être lancée dans l'opération de trop, celle qui fait qu'elle n'a pas respecté son mandat d'assurer la stabilité monétaire au sein de la zone. Or c'est là le cœur du bien-fondé de la monnaie unique. C'est en assurant un ancrage nominal cohérent et unique pour toute la zone que l'euro contribue à l'intégration économique européenne. Que cet ancrage saute et l'utilité de la monnaie unique est radicalement mise en cause.

Pour le comprendre, imaginons le pire, le scénario de la « grande inflation ». Il n'est pas irréaliste même s'il n'est pas certain. L'inflation peut en effet être assimilée à un « défaut partiel » ou encore un allègement du poids réel d'une dette émise et circulant. L'endettement public agrégé va considérablement augmenter, de cela on est déjà assuré. Financé par l'émission de monnaie considérable de la BCE, contrepartie des engagements qu'elle vient de prendre, son poids réel sera allégé par l'inflation que l'afflux de liquidité dans l'économie peut entraîner. Partons donc sur cette conjecture. L'érosion massive du pouvoir d'achat de la monnaie et plus largement de tout revenu non indexé *de facto* ou *de jure* sur l'inflation sera ressentie différemment selon les secteurs et les pays de la zone euro et sera cause de conflits de répartition graves tant à l'intérieur des pays qu'entre pays. Mais il y a plus. La grande inflation européenne ne se traduira pas de la même façon dans les différents pays de la zone euro. L'inflation, élevée partout, le sera plus dans certains pays que dans d'autres, modifiant rapidement les compétitivités relatives nationales. Les conditions de la concurrence au sein de la zone euro seront rapidement modifiées, mettant à mal le projet de l'Acte unique. Les déséquilibres des comptes courants au sein de la zone s'amplifieront et leur variabilité augmentera. Cela alimentera le procès contre l'euro : le plaidoyer en faveur de la sortie de la zone euro sera renforcé. Certains voudront en effet se protéger contre ces modifications des positions relatives par le biais du retour à une indépendance monétaire et l'utilisation du taux de change pour se protéger des chocs extérieurs. Ce n'est pas tout. À cause de ces différentiels d'inflation, les écarts entre taux sur les titres publics augmenteront, rendant plus difficile la reprise d'une maîtrise des endettements publics nationaux. Apparaîtra le risque d'un défaut souverain et nous retrouvons une séquence qui a failli se déclencher pendant la crise des dettes souveraines : le déclenchement d'attaques spéculatives pariant sur la sortie de la zone euro d'un État membre incapable d'assurer ses obligations financières. Et cette fois-ci, contrairement à ce qui s'est passé en 2012, la BCE ne pourra être le recours en dernier ressort puisque c'est justement son intervention massive qui est à l'origine de ce scénario de la grande inflation européenne. La spéculation pourrait bien cette fois-ci l'emporter. Ajoutons à cela pour faire bonne mesure la perte de crédibilité de la banque centrale de l'union. Nous avons les conditions de la « crise parfaite » de la zone euro. Les contraintes nées de la nécessité de gérer une monnaie unique se trouvent renforcées et la tentation d'assurer des ajustements macroéconomiques par le biais de taux de change multiples adaptés à chaque pays toujours plus pressante. De la sortie d'un pays de la zone euro à l'effet boule de neige, la viabilité de la zone euro est en cause. Dans un tel scénario, les avantages de la monnaie unique qui dépendent en dernière analyse de la stabilité monétaire commune à toutes les économies de la zone se seront considérablement réduits. Les inconvénients, eux, se seront accrus. La conclusion sera vite trouvée : l'euro n'est plus une chance mais un poids, et peut-être un poids mortel.

Insistons de nouveau sur le fait qu'il ne s'agit là que d'un scénario, certainement le pire et non le plus probable. Il ne s'agit pas d'une prévision. Il n'en reste pas moins que les institutions d'un espace monétaire, national ou international comme l'est la zone euro, doivent être en mesure de résister à un tel scénario, dont la probabilité n'est pas nulle. Or il faut admettre qu'un tel enchaînement d'événements n'a rien d'impossible et que la zone euro n'est pas en mesure de résister à une telle

configuration catastrophique. Pas plus que le Titanic, le plus sophistiqué et le plus luxueux des paquebots de son époque, n'a pu résister le 14 avril 1912 lors de son voyage inaugural à la collision avec un iceberg descendu très bas dans l'Atlantique nord. Il était pourtant qualifié à son lancement d'insubmersible. Ses concepteurs n'avaient pas envisagé le cas totalement improbable des conditions météorologiques extrêmes de ce jour là. Ce défaut d'anticipation (ainsi que les erreurs de son commandement) causa le naufrage du navire.

La raison qui rend possible cet enchaînement catastrophique est évidente : c'est bien le rôle para-fiscal joué par la BCE par la monétisation des dettes publiques dans la lutte contre la pandémie qui est à l'origine de cet échec. Ou encore le fait que, par la force des choses et parce qu'elle est la seule institution supra-nationale capable d'agir contre un choc global d'une ampleur inouïe comme la pandémie du covid-19, elle a été obligée d'assumer un tel rôle aux dépens de sa mission première et essentielle : garantir l'harmonisation des conditions monétaires par le biais de l'ancrage des anticipations d'inflation à un taux commun, stable et faible.

Les tenants de l'orthodoxie maastrichtienne ou encore de l'idéologie « allemande » qui la sous-tend sont dans ces conditions devant une contradiction insurmontable. Il n'est pas possible de défendre la thèse qu'une union monétaire comme la zone euro doit reposer sur le double principe de l'indépendance de la banque centrale de l'union et de la priorité accordée à la stabilité monétaire et l'absence d'un mécanisme budgétaire commun, qu'on appellera par commodité une « union budgétaire ». En l'absence d'un dispositif budgétaire commun et puissant, capable de manifester l'unité politique de la zone et d'exploiter les économies d'échelle qui existent à l'échelle de la macroéconomie internationale, en particulier en matière de collecte de l'épargne à l'échelle mondiale, le destin de l'union est suspendu aux décisions de l'institut d'émission. Cela oblige celui-ci à sortir de sa responsabilité de maîtrise des évolutions monétaires et de garant du système de paiement en vigueur dans l'union. Mettant en cause dans des conditions paroxystiques l'euro lui-même.

La pandémie en cours et les risques qu'elle fait courir confirment l'argument défendu unanimement par les macroéconomistes selon lequel l'intégration monétaire ne peut se penser indépendamment d'une forme d'intégration budgétaire effective, c'est-à-dire dotée d'instruments budgétaires et fiscaux capables d'infléchir la dynamique macroéconomique de l'union dans son ensemble¹⁰. Comme nous l'avons rappelé, cette thèse était défendue par les premiers responsables qui se sont attelés à la tâche de construire l'intégration monétaire européenne et par le rapport Werner qui a été la première étape significative de cette construction.

Le choix fait à Maastricht en matière budgétaire fut opposé : il fut de mettre en place un carcan budgétaire par la clause de non-renflouement puis plus tard par l'adoption du pacte de stabilité et de croissance et de prétendre que ce carcan pouvait suppléer à l'absence de capacité budgétaire européenne. Ce choix se défendait et le « moins disant » budgétaire adopté ne l'a pas été sans bonnes raisons. Les arguments qui les justifient sont fondés sur l'aléa moral et plus précisément, sur l'effet de « vivier commun » (*common pool*). L'existence d'une ressource fiscale commune, abondée par tous les pays membres de l'union monétaire au prorata de leur capacité productive, peut être l'occasion pour des États opportunistes et enclins à la dépense publique (soit par mauvaise gestion, soit sous la pression politique de leur électeurat) de laisser grossir leur déficit public en escomptant bénéficier de transferts venus de la ressource fiscale commune. Il est toujours aisé pour un pays de justifier ces déficits par une conjoncture médiocre ou mauvaise. Mais la vraie raison en est la volonté de bénéficier d'un système trop généreux s'il n'est pas encadré par des procédures de contrôle et de répression des abus.

10 Sur l'union budgétaire, voir H. Kempf, *Economie des unions monétaires*, Paris : Economica, 2019, chapitre 10.

Ces transferts représentent ainsi des effets redistributifs des contribuables des pays « vertueux » au profit des résidents des pays « laxistes ». Les conséquences en sont une tendance irrépressible aux déficits publics des pays membres, un alourdissement de la pression fiscale au-delà du raisonnable, des conflits d'intérêt acrimonieux entre pays membres. Au final, l'union monétaire est fragilisée par la montée des déficits des pays membres et une hausse de la fiscalité qui nuit à la capacité productive de la zone. Le laxisme budgétaire est aussi dangereux pour une union monétaire que le laxisme monétaire. Ce n'est donc pas par un simple réflexe égoïste ou un manque de solidarité que l'on peut expliquer les positions en faveur de l'imposition de contraintes budgétaires (comme l'absence d'une capacité budgétaire commune et une clause de non-renflouement) aux États membres d'une union monétaire. Ce peut être pour défendre l'intérêt commun ou encore la pérennité de l'union.

C'est dans cette problématique que fut abordée et gérée la crise des dettes souveraines et la question des secours à l'économie grecque, de 2010 à 2015. Elle s'est centrée sur la Grèce parce que les finances publiques grecques étaient de loin les plus dégradées et la réponse des premiers gouvernements (de 2010 à 2015) dilatoire et insuffisante, montrant que les responsables grecs tablaient toujours sur l'effet du « vivier commun ». On peut donc estimer – même si on peut le déplorer – que l'opposition à l'union budgétaire était fondée.

Mais en matière budgétaire, là encore, la crise du covid-19 change la donne. Pour les raisons données plus haut. Puisque la pandémie – la transmission du virus covid-19 au sein de la zone euro – est un choc global, touchant tous les pays membres de façon indiscriminée, même si c'est de façon différenciée, tous les États ont besoin d'une relance massive à très court terme parce que tous sont entrés en récession. L'ampleur de cette contraction de l'activité est telle qu'elle peut mettre en cause la structure productive elle-même, introduire des ruptures graves et pour certaines irréversibles. Il est illusoire de croire qu'un pays pourra tirer son épingle du jeu : l'interdépendance dans la zone euro est maintenant trop avancée pour que cela soit possible. Mais cette relance budgétaire ne peut se faire sur une base purement nationale. L'envolée des dettes nationales qui en serait la conséquence, jointe à la situation différenciée des niveaux de dette relatifs des pays membres, engendrerait des écarts de taux considérables qui viendraient vite amplifier la crise financière, par l'effet de boule de neige du service de la dette. Exactement ce qu'il s'agit d'éviter. Ce risque est pour le moment jugulé par l'intervention de la BCE. Il n'est en l'espèce que repoussé dans le temps. Seule une relance budgétaire commune, prenant en compte les besoins financiers des États membres, capable de les analyser, prenant également en compte les interactions entre pays, est en mesure d'agir efficacement contre la baisse considérable d'activité qui s'annonce. Le fait qu'il soit impossible actuellement d'évaluer cette baisse, loin de constituer une raison d'attendre, est une raison supplémentaire d'agir vite. Car l'incertitude non quantifiable rend encore plus inévitable les comportements d'attente ou de refus d'engagement sur le futur qui contribuent à l'aggravation de la crise.

La nécessité de sauvegarder l'euro par la mise en place d'une politique budgétaire commune devrait évidemment s'imposer avec le plus de force aux pays, clairement les pays de l' « arc rhénan », qui ont le plus bénéficié de la création de l'euro et qui ont beaucoup à perdre à son démantèlement possible. Qu'on imagine l'activité du port de Rotterdam, véritable poumon économique des Pays-Bas, si l'Europe continentale se retrouve avec des devises multiples et nationales et plus ou moins rapidement se hérissé de protections tarifaires ou non. Qu'on pense à la perte d'activité du secteur manufacturier allemand si, au nom de l'indépendance sanitaire et la sauvegarde des intérêts fondamentaux des différentes nations européennes, les États érigent des plans de reconquête industrielle et cherchent à rapatrier des activités jugées stratégiques, de la production de médicaments à la remise en route de secteurs industriels encore récemment délaissés.

Il se trouve que ces pays, bénéficiant de leur position géographique, de la solidité de leurs économies, et de l'ancienneté dans la construction européenne, sont aussi les pays les plus réticents à une politique budgétaire commune. Ces pays qualifiés de « frugaux » sont les plus farouches partisans du principe de « responsabilité nationale budgétaire », des gardes-fous que représentait le pacte de stabilité et de croissance et donc les plus réticents au passage à l'union budgétaire. Cette position est intenable. Les autorités politiques de ces pays, et particulièrement le gouvernement allemand, sont dorénavant devant un dilemme qu'elles ne peuvent plus esquiver en pariant sur le retour de jours meilleurs : maintenir l'orthodoxie maastrichtienne au risque de mettre en danger la pérennité de la zone euro dont ils ont bénéficié, ou renoncer à son tenant budgétaire, à savoir le carcan budgétaire et l'absence de capacité budgétaire commune.

On peut avancer sans trop de risque de se tromper qu'il n'y aura pas de retour à l'orthodoxie maastrichtienne malgré les velléités en ce sens qui se sont encore manifestées lors des conseils européens de la fin mars et du début avril. L'idéologie allemande qui la sous-tendait ne tient pas face à la crise du covid-19 et à l'effondrement économique qui menace. Il est devenu urgent et indispensable de repenser les principes de la zone euro et en particulier, revenant aux intuitions des premiers promoteurs de la monnaie unique européenne, de penser une capacité budgétaire commune.

Les instruments budgétaires communs

Trois options de mise en place de cette action budgétaire commune sont actuellement discutées : la création de coronabons, la mobilisation du Mécanisme européen de stabilité et la création d'un fonds de secours.

Faut-il des coronabons ?

La première proposition est celle de l'émission mutuelle des titres de dette pour faire face aux besoins de financement des dépenses publiques en forte hausse du fait du covid-19, ce qu'on appelle les « coronabons ». La proposition a été faite à l'initiative de l'Espagne et de l'Italie le 25 mars 2020 par un groupe de 9 pays, dont la France. Elle a été débattue et rejetée par le Conseil européen du 26 mars 2020. Le conseil des ministres de l'économie et des finances de l'eurogroupe a échoué dans ses négociations du 7 avril suivant¹¹. L'opposition était le fait d'un groupe de pays, emmené par les Pays-Bas et incluant l'Allemagne.

Le principe des coronabons est celui de la mutualisation de la dette. Cette mutualisation est une manifestation de solidarité collective. Elle a un double intérêt : en élargissant le cercle des émetteurs, elle éloigne le risque de défaut qui pèse sur un seul émetteur et diminue ainsi le taux d'intérêt appliqué à l'emprunt (via la diminution de la prime de défaut) ; en mêlant des signataires à la situation financière différente, elle permet une réduction du taux d'intérêt par rapport à celui que les pays aux finances publiques les plus fragiles (c'est-à-dire les plus endettés). Elle semble particulièrement indiquée dans le cas de la crise actuelle puisque la virulence du covid-19, différente selon les pays, n'est pas liée à des décisions politiques. On ne peut en effet en effet accuser l'Italie ou l'Espagne ni d'avoir agi modérément contre le virus ni de ne pas avoir pris des mesures courageuses et coûteuses dans les années passées pour rétablir leurs finances publiques.

Pourtant, cela n'a pas suffi à désarmer les oppositions qui s'étaient déjà manifestées contre les propositions d'eurobons faites pendant la crise des dettes souveraines. Le sort est mauvais : les pays

11 « Pas d'accord sur la riposte économique », *Le Monde*, 8 avril 2020.

européens les plus touchés par la crise du covid-19 (à l'heure actuelle) sont des pays déjà très endettés¹². Deux raisons sont invoquées pour s'opposer à la mutualisation des dettes et aucune ne peut être récusée aisément. La première est que cela ouvre la voie à un aléa moral, la tentation de relâcher l'effort national dans la gestion des fonds publics. La deuxième est que les transferts implicites que la mutualisation entraîne ne sont pas justes. Comment expliquer à un salarié allemand qui a la perspective de ne prendre sa retraite qu'à 67 ans et dispose dans l'ensemble de moins de transferts publics qu'il doit aider le citoyen d'un autre État européen, qui prend sa retraite à 62 ans et dispose de transferts sociaux généreux, parce que cet État fait face à une dette élevée, en particulier à cause de ses largesses sociales ? Une solidarité partielle et à sens unique, pensée dans l'urgence et en fonction des circonstances, n'est pas une solidarité équitable.

Au minimum, la mutualisation des dettes exige-t-elle un droit de regard des financeurs nets sur les actions des bénéficiaires nets des dettes mutualisées, c'est-à-dire l'application du principe de conditionnalité de l'aide. Mais là, on franchit une limite impossible à accepter pour aucun pays membre. Il serait ainsi de fait mis sous tutelle, comme le fut la Grèce dans la crise des dettes souveraines. Qu'on se souvienne des réactions de l'opinion publique grecque et des crises gouvernementales que cette mise sous tutelle occasionna et on a une petite idée de ce qui se passerait dans les pays concernés. On peut craindre que l'Union européenne, déjà travaillée par une fronde eurosceptique persistante, n'en sorte pas indemne.

L'obstacle politique est considérable. Il s'est montré infranchissable par les ministres des finances de la zone euro. Leur échec s'explique par les raisons données plus haut. Il est d'autres obstacles. La perspective de la fragilité des soutiens aux coronabons aurait tôt fait de relever les taux d'intérêt pratiqués, exactement ce qu'il s'agit d'éviter. Au surplus, les coronabons sont un expédient, dont la visibilité est limitée. Pour cette raison, il est douteux qu'il convainque les prêteurs potentiels. Le remède – apparemment séduisant – n'est pas opérant.

Mobiliser le MES

Une autre option est de mobiliser le Mécanisme européen de stabilité (MES). Des économistes européens l'ont avancée¹³. Son président, Klaus Regling, vient de publier le 2 avril une tribune publiée dans un grand nombre de quotidiens européens, pour donner son accord à cette solution¹⁴. Les gouvernants européens s'acheminent vers cette solution.

L'intérêt est similaire à celui des coronabons. Il s'agit de faciliter le financement des dépenses publiques auxquelles vont faire face les pays membres en fonction de leur exposition au covid-19 en desserrant la contrainte financière et en abaissant ainsi le coût des emprunts qu'ils auront à faire. Ce faisant, la zone euro est rendue plus solide, ou moins fragile, comme on voudra. Les fonds levés par l'intermédiaire du MES seraient alloués aux États en fonction de la gravité de la crise sanitaire qu'ils traversent.

L'intérêt de la formule est certain. Son application est aisée car il ne s'agit pas de créer un nouveau mécanisme financier mais d'utiliser un dispositif sur lequel les dirigeants européens se sont déjà mis

12 Le ratio dette publique / PIB est de 97,1% pour l'Espagne, 132,2% pour l'Italie et 98,1% pour la France pour l'année 2018, derniers chiffres disponibles sur Eurostat.

13 Voir <https://voxeu.org/article/proposal-covid-credit-line><https://voxeu.org/article/proposal-covid-credit-line><https://voxeu.org/article/proposal-covid-credit-line> et <https://voxeu.org/article/covid-19-economic-crisis-europe-needs-more-one-instrument#.XopISm88L1M.twitter>

14 Klaus Regling : « La solidarité européenne doit prendre forme en recourant rapidement aux institutions et aux instruments existants », *Le Monde*, 2 avril 2020.

d'accord. Pensé pour parer aux crises bancaires systémiques, le MES est un des piliers de l'union bancaire européenne en gestation depuis la crise des dettes souveraines. Elle est moins exposée à la surveillance des opinions publiques car le MES est une de ces institutions financières opaques que seuls les spécialistes connaissent et comprennent. Surtout, il s'agit bien d'un mécanisme pan-européen qui ne pose pas les mêmes problèmes entre États membres que les coronabons.

Mais il présente des inconvénients. D'une part, les montants mobilisés sont limités. Le MES peut garantir jusqu'à 540 milliards d'euro. Une somme conséquente indubitablement. Mais limitée. Que se passera-t-il si la crise débouche sur une crise bancaire, si les entreprises font faillite en série ? Ne faut-il pas que le MES garde des réserves pour faire face à ce cas ? Plus il se démunira au profit de la première vague de la crise du covid-19 (assurer les dépenses publiques d'urgence), plus la perspective d'une crise induite, de deuxième vague, comme une crise bancaire se fera menaçante. Or c'est justement les capacités potentielles du MES qui tendent à désarmer les mécanismes de prophéties auto-réalisatrices et de réaction en chaîne à l'œuvre dans les crises bancaires. Mobiliser le MES entièrement contre la crise actuelle est inconsidéré. Sa puissance de frappe contre la crise du covid-19 est donc réduite face à une récession qui se traduira dans ses premiers stades par des pertes de PIB s'étageant entre - 3% et - 10%. D'autre part, l'utilisation du MES ne peut être décidée qu'à l'unanimité des États membres. Enfin, cette utilisation reste une aide conditionnelle. Elle implique un contrôle extérieur sur l'usage des fonds mis à la disposition d'un État membre et n'évite donc pas l'effet de stigmatisme dont souffriront ses utilisateurs.

Fonds de relance

La proposition la plus originale, émise par la France, est de créer un « fonds de relance » permettant le financement de filières ou de secteurs industriels ou de service. Mais, dans l'état actuel des discussions entre États européens, si ce fonds devait voir le jour, ce serait sans avoir la possibilité d'émettre de la dette, ni permettre de péréquations dans les remboursements entre pays en fonction de leur niveau de richesse ou d'endettement.

Il ne s'agit donc que d'un guichet de financement particulier, dont il est douteux qu'il soit à la hauteur des enjeux macroéconomiques de la crise, qui restera miné par les désaccords et la méfiance entre États. Au surplus, ce fonds étant d'origine inter-étatique, il resterait marqué par une perspective multinationale mais non supra-nationale et ne permettrait pas de lutter contre la crise dans une perspective véritablement européenne.

Pour une vraie dette européenne

Certaines solutions que nous venons de discuter et qui inspireront probablement les mesures qui finiront par être adoptées par les États-membres sont certainement opportunes. Mieux vaut ces réponses à l'inaction collective et au chacun-pour-soi. Le chacun-pour-soi qui est dans la situation présente la pire des solutions car il aura tôt fait de se transformer en un sauve-qui-peut généralisé. Mais on ne peut en rester là. Ces propositions ont des inconvénients dont l'analyse peut nous mettre sur la voie d'une solution qui leur est supérieure à défaut d'être idéale.

L'insuffisance des propositions actuelles

Résumons ce qui caractérise les propositions actuelles.

- Il s'agit de propositions qui reposent sur les États et, le cas échéant, dépendent de négociations inter-gouvernementales.
- Elles sont essentiellement de nature financière.
- Elles sont circonstancielles. Les mécanismes proposés sont conçues comme des réponses d'urgence comme des réponses à la crise actuelle.
- Elles peuvent avoir des effets non-désirés qui pourraient se révéler dans un futur plus ou moins proche que leurs promoteurs ne discutent pas.

La nature étatique ou inter-étatique de ces propositions budgétaires a pour inconvénient que les inter-dépendances macro-financières entre les pays membres ne sont pas suffisamment prises en compte.

La nature financière fait que la dimension macroéconomique est omise. Or elle est essentielle. La pandémie qui touche toute la zone met en péril les interdépendances économiques entre les pays membres et donc sa cohérence.

Des réponses circonstancielles ont l'inconvénient majeur de manquer de crédibilité. Rien ne permet de penser qu'elles ne seront pas remises en cause ou renversées dans le futur. Les agents économiques, et en particulier les prêteurs potentiels peuvent ainsi estimer que le risque financier n'est pas suffisamment couvert. Cela nuit à leur efficacité. Cela est dû au fait qu'elles ne s'appuient pas sur un mécanisme d'engagement fort qui assurerait leur pérennité. En d'autres termes, il s'agit plus de propositions d'action collective que la mise en place d'une capacité budgétaire commune permanente. Enfin, et peut-être plus important, ces réponses à la crise du covid-19 ont des effets non-désirés, voire pervers. L'urgence requise des mesures à prendre ne peut justifier qu'on les ignore ou on les minimise. La mutualisation de titres de dette ne peut pas ne pas aller sans conditionnalité sous peine de voir leur efficacité disparaître. Vouloir passer en force, c'est accroître les résistances et les désaccords entre pays membres. Détourner le MES de son objet initial, c'est fragiliser la zone euro en mettant en cause la stabilité du système bancaire européen.

C'est en partant de ces constatations qu'il faut définir ce que doit être une capacité budgétaire commune couvrant l'ensemble de la zone euro. Elle doit être permanente, conçue pour la zone euro dans son ensemble et non pour les États pris singulièrement, conçue clairement pour assurer la cohérence macroéconomique et financière de la zone. Elle doit permettre le consensus de tous les pays membres, ce qui suppose que les effets non-souhaités de ce mécanisme (ou encore ses aspects négatifs) soient assumés par tous. Enfin, la mise en place de cette capacité budgétaire doit être pragmatique, susceptible d'être mise en place dans un délai raisonnable et immédiatement opérationnelle.

Ce dernier point exclut une refondation radicale de l'Union européenne qui exigerait la négociation puis la ratification d'un nouveau traité. La capacité budgétaire commune recherchée doit se faire dans le cadre des traités européens. Il ne peut donc s'agir d'une transformation de la construction européenne et, pour le dire clairement, du passage à un fédéralisme budgétaire par le biais de l'institution d'un Trésor fédéral disposant d'une capacité d'imposition fiscale indépendante et significative¹⁵. Outre qu'il est peu probable qu'elle corresponde à ce que veulent les peuples européens, une telle option nécessiterait des discussions longues, compliquées et dont l'issue n'a rien d'évident. Elle ne peut donc répondre à l'urgence du moment.

15 Pour une discussion du principe du fédéralisme budgétaire en union monétaire, voir Kempf, « Fiscal federalism in a monetary union : the no-cooperation pitfall », *Open Economies Review*, 2020.

Pour une dette européenne

Il est une option qui remplit ces conditions : l'émission de titres de dette par une institution européenne, la Commission européenne. La notion de « dette européenne » est un tabou des discussions passées et présentes sur la capacité budgétaire commune à l'Union européenne et en particulier, à la zone euro. Parce qu'il semble impossible d'émettre de la dette dans le cadre des traités existants. Les traités européens sont en effet clairs à cet égard : le budget de la Commission européenne doit être équilibré¹⁶. Il est pourtant un moyen de résoudre la difficulté. Nous y reviendrons plus bas.

Montrons comment une dette européenne peut être émise et son usage contrôlé, quels sont ses avantages, économiques mais aussi politiques, qu'elle évite les inconvénients des propositions actuellement sur la table. Bref, montrons qu'il s'agit d'une option sérieuse qui est à la hauteur de la crise que nous traversons et contribue ainsi à renforcer considérablement l'Union européenne telle qu'elle est.

Émettre

Comment émettre de la dette européenne dans le cadre des traités ? Décrivons dans ses grandes lignes (et en ayant conscience que le diable se cache dans les détails) une proposition (raisonnablement) simple le permettant.

– Est créée par un accord inter-étatique signé par tous les pays de l'Union européenne une agence européenne de la dette (AED), dotée du pouvoir d'émettre de la dette. Le capital de l'AED est fourni par les États en utilisant la même clé de répartition du capital que pour la BCE. Ce capital n'est a priori pas important pour des raisons qui deviendront claires par la suite. L'AED est une institution financière et est juridiquement indépendante de la Commission. Son organisation peut s'inspirer de l'organisation de la BEI.

– La différence entre l'AED et la Banque européenne d'investissement (BEI) réside dans le fait que celle-ci finance des projets d'investissement. Elle a donc une vocation microéconomique et une visée de long terme : soutenir une croissance durable. De plus, les volumes de ces prêts, significatifs en temps normal, sont faibles par rapport aux besoins de financement prévisibles dans l'Union européenne¹⁷. A contrario, l'AED lève des fonds dans une perspective macroéconomique, en particulier soutenir l'activité dans les cas de crise économique majeure.

– La Commission se voit déléguer la responsabilité de superviser cette agence pour le compte des États membres. Elle en a la capacité administrative, dispose de l'expertise économique et jouit d'une information de premier ordre, sans égal, sur l'état de l'union européenne. Cette agence est garantie par la Commission. Ou encore, la Commission se porte garante auprès des souscripteurs des titres de dette émise du remboursement de la dette, capital et intérêts. Cela assure la crédibilité de l'agence ou encore la qualité de sa signature. Si la garantie donnée vient à être activée, les concours demandés aux États membres par la Commission le sont au prorata de leurs parts dans le capital de l'AED.

– La dette émise peut être remboursée par une nouvelle émission. Cette option dépend bien sûr de la crédibilité de l'AED.

– Le fonctionnement de l'AED est sous le contrôle ultime des États-membres. Le conseil européen décide annuellement du plafond maximum que l'AED est autorisée à émettre au cours de l'année à venir, ou encore du montant maximum de garantie que la Commission est autorisée à faire. Le parlement européen doit donner son approbation à ce montant dans un délai rapide.

16 Article 146 du traité de Rome (1957).

17 De l'ordre de 60 milliards d'euros en 2019.

Dépenser

Comment utiliser les fonds levés ? L'AED doit être conçue comme un pur intermédiaire financier et ne doit pas avoir de politique de placement des sommes collectées qui lui sont propres¹⁸. Elle n'est pas équipée pour instruire des dossiers de financement ou analyser la conjoncture macroéconomique de l'Union européenne et en particulier de la zone euro. C'est la Commission européenne qui doit être chargée de procéder à l'usage des fonds levés par l'AED et que l'AED met automatiquement et exclusivement à sa disposition. Pourquoi elle et non les États membres ? Parce qu'elle a la vue d'ensemble sur l'Union européenne et dispose d'une expertise sur son fonctionnement sans égal. Elle dispose en particulier d'une capacité d'analyse macroéconomique grâce aux remontées d'information venant des États par le biais du semestre européen, mais aussi d'une compréhension des effets de débordement trans-frontière que ne peuvent percevoir les États membres individuellement. Elle est donc en mesure de traiter un choc global (au sens que nous avons donné à ce terme) comme la pandémie pouvant néanmoins avoir des effets différenciés entre les pays.

Le Conseil européen définit les objectifs macroéconomiques que doit viser la Commission pour l'année à venir, en même temps qu'il définit le montant maximum d'emprunt de l'AED. Il est raisonnable de penser que les besoins varient avec la conjoncture et que les sommes requises par exemple pour combattre la pandémie et ses conséquences ne sont pas appelées à se répéter indéfiniment.

La Commission peut décider de financer seule et directement des projets concourant à l'objectif défini. Elle peut aussi prêter aux États membres individuellement à des termes qu'elle négocie, avec un objectif d'harmoniser autant que possible les conditions faites aux États, ou co-financer des projets avec les États membres. Elle négocie directement avec les États comme elle a l'habitude de le faire en tant qu'institution européenne. L'usage des fonds sort donc de la discussion inter-étatique qui marque les propositions que nous avons présentées.

Contrôler

Comment contrôler le fonctionnement de l'AED et l'usage par la Commission des fonds levés ? La responsabilité éminente de ce contrôle devrait revenir au parlement européen.

L'AED et la Commission doivent présenter chacune un rapport annuel de leurs actions quant aux conditions d'émission de la dette européenne et d'utilisation des fonds levés sur l'année passée. Ces rapports sont audités par un conseil spécial composé de personnalités qualifiées, indépendantes de toute autorité européenne et non mandatées par les États. Sur la base de ces trois rapports, le quitus est donné – ou non – par le parlement européen selon des modalités de majorité qualifiée qui ne permettent pas que des stratégies purement politiques prennent le pas sur l'appréciation clairvoyante, sereine et compétente, prenant en compte l'intérêt de l'Union dans son ensemble, des actions menées. Le Conseil est également appelé à donner son avis sur ces rapports. En cas de désaveu marqué du parlement, et avec l'accord du Conseil européen, la Commission peut avoir à démissionner collectivement.

Avantages

Quels sont les avantages de cette option ?

Vérifions tout d'abord que les qualités que nous avons associées à une capacité budgétaire commune satisfaisante (capable de contribuer significativement à la solidité de l'union monétaire et à des objectifs macroéconomiques valant pour l'union) sont remplies par la proposition qui vient d'être présentée.

18 Il ne s'agit donc pas de créer une administration nombreuse et coûteuse dans son fonctionnement.

- Elle est bien permanente : elle est établie par un accord inter-gouvernemental sans limite de validité dans le temps. Elle ne dépend pas de la conjoncture et n'est pas un expédient né du hasard et de la nécessité.
- Elle est issue d'un consensus puisque les États membres ont ratifié cet accord. Les mécanismes de contrôle doivent permettre de mettre en évidence les dysfonctionnements constatés et les erreurs de gestion qui seront (immanquablement) faites dans l'application de ce mécanisme. Leurs corrections rendent le dispositif crédible car amendable.
- Elle est flexible car les fonds levés et leur utilisation sont modulables d'année en année en fonction de la conjoncture et des besoins de l'union. Elle est donc adaptée à une politique macroéconomique qui peut avoir à gérer des situations très brutalement contrastées et en particulier, des configurations de crise.
- Le fait que l'AED et la Commission opèrent par délégation du Conseil européen suffit à penser que cette capacité ne présente pas un biais en faveur de dépenses publiques toujours plus importantes. L'expérience historique des négociations du budget pluriannuel européen au sein du Conseil laisse en effet à penser que le souci de parcimonie l'emporte très largement au sein du Conseil sur la tentation du laxisme. Le contrôle plurinational de la dette européenne laisse augurer que ce risque n'est ni majeur ni imminent. Mais contrairement au sentiment qui sous-tend l'orthodoxie maastrichienne, ce n'est pas l'équilibre budgétaire à toute force qui garantit le mieux sur la longue période la frugalité. Cette recherche de l'équilibre budgétaire a donné lieu dans le passé et nombre de pays à des coupes budgétaires sur des dépenses jugées « non essentielles ». Dans les services hospitaliers et le stockage de produits sanitaires par exemple. Le coût exorbitant de ces coupes révélé par la pandémie actuelle se mesurera *in fine* en centaines de milliers (millions ?) de morts, en des baisses d'activité catastrophiques et en un nombre de chômeurs inimaginable il y a encore trois mois. Bref, bien des coupes budgétaires auront eu au final des conséquences extrêmement dispendieuses et socialement coûteuses. Dit en d'autres termes, l'équilibre budgétaire systématique n'est pas l'ami de la frugalité tandis que la dette publique en serait l'ennemie. C'est l'usage irraisonné ou myope de l'un et l'autre de ces instruments budgétaires. L'argument de la frugalité ne peut être utilisé comme un mantra contre la création d'une dette européenne.

Mais ce ne sont pas là les seuls avantages de la création de l'AED. Il est des avantages additionnels de deux ordres, financier et politique.

Les avantages financiers sont significatifs.

D'une part, la situation de l'institut d'émission européen est assainie et sa crédibilité significativement améliorée, voire restaurée. En effet, le parallélisme entre l'intégration monétaire et l'intégration budgétaire est ainsi établi sur des bases sérieuses. La création d'une capacité d'endettement européen dote l'Union européenne de l'instrument nécessaire pour pratiquer une politique budgétaire ambitieuse et flexible. Elle libère ainsi la BCE du rôle para-fiscal qu'elle a été amenée à jouer graduellement au cours de la décennie écoulée par le biais de la monétisation des dettes publiques et qu'elle réactive en catastrophe au premier semestre 2020, au risque comme nous l'avons vu de mettre en péril sa responsabilité première, assurer la stabilité et l'homogénéité monétaire de l'Union européenne. Au surplus, elle lui permet de pratiquer une politique monétaire sur des bases assainies et le cas échéant, de contribuer à la lutte contre une crise majeure. Tout simplement parce que les achats de titres de la dette européenne seront les instruments privilégiés de sa politique monétaire. Elle pourra ainsi se tirer partiellement ou totalement du guêpier qu'a représenté dans la décennie passée l'achat de titres d'États européens. Ces achats l'exposaient à la critique de sauver ainsi des États fragilisés par un excès d'endettement et de les encourager à persister dans cette voie. Le fameux aléa moral qui fut la scie des controverses de ces dernières années. Cette critique récurrente l'a amené à procrastiner et à intervenir

insuffisamment lors des crises de 2008 et des dettes souveraines. Avec des titres européens, la critique tombe. Ce n'est pas tel État que la BCE aide par ses achats de titre, c'est l'Union européenne toute entière. Conformément à son mandat.

Le deuxième avantage financier est que l'Union européenne se dote avec des titres de dette européenne de la capacité d'attirer une part de l'épargne mondiale. Il ne faut pas douter que de tels titres seront recherchés par les investisseurs du monde entier, tout autant que par les épargnants européens, surtout après la pandémie que nous connaissons. Ils seront à la recherche de titres sûrs, sans risque. Or personne ne peut raisonnablement anticiper l'effondrement de l'Union européenne, une fois qu'elle disposera de la capacité budgétaire de faire face à une crise majeure et ainsi restauré les fondamentaux qui permettent une politique macroéconomique avançant sur ses deux jambes, monétaire et budgétaire. Les titres européens pourront ainsi capter une partie de l'épargne mondiale surabondante, conséquence de l'accroissement vertigineux des liquidités mondiales. Le fameux « *savings glut* » théorisé par Ben Bernanke en 2005¹⁹ pourra être mis au service de l'économie européenne et non pas au seul profit de l'économie américaine.

Enfin, le dernier avantage financier de la dette européenne est de permettre à l'euro d'acquérir enfin le statut de monnaie de référence internationale²⁰ qui lui manque depuis sa création malgré le fait qu'elle est supportée par une économie de 500 millions d'habitants, riche, diversifiée et pratiquant des modes de gouvernance démocratiques et reposant sur le droit. L'existence d'un marché profond de la dette européenne renforcera l'usage de l'euro comme devise de transaction internationale, ce qui en retour alimentera l'usage des titres libellés en euro dans les portefeuilles tant publics que privés. En conséquence les taux d'intérêt de la zone euro devraient baisser relativement à ce qu'ils seraient sans la dette européenne²¹. Les investissements devraient en être facilités, avantage certain en particulier dans la perspective de la transition environnementale en cours.

Au final, la question du remboursement de la dette européenne se résoudra pour une bonne part, voire pour une part prépondérante par la ré-émission de nouveaux titres de dette. La dette européenne sera perpétuelle comme la dette américaine l'est. C'est justement les dissensions entre États qui fragilisent les coronabons, rendent compliqués les modalités de leur remboursement, ce qui nourrit ... les dissensions entre États membres. Le fait que la dette soit européenne, c'est-à-dire engage l'Union européenne elle-même, lève cette hypothèque et facilite considérablement la question du remboursement. Le cercle vertueux lié à la dette européenne est inverse du cercle vicieux à l'œuvre avec les coronabons.

Les avantages politiques de la dette européenne sont connexes à ces avantages monétaires et financiers.

Dans la proposition présente, l'acteur principal de l'émission et de la gestion de la dette européenne, qui en assume donc les responsabilités, la Commission, est une institution de l'Union européenne, supranationale. Elle est comptable de son action devant le Conseil et le parlement européen, les organes politiques de l'Union. L'Union par le biais de ses institutions devient ainsi acteur de premier plan de l'activité économique de l'Union, visible par ses décisions macroéconomiques par tous les Européens, alors que ses actions sectorielles – certes utiles, comme la PAC et les actions de soutien régional – entraînent au mieux indifférence et plus fréquemment animosité et rancœur à cause des transferts entre régions, secteurs ou groupes socio-professionnels qu'elles occasionnent. Là, la Commission assume un

19 <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/#t1>

20 Terme préférable à celui de monnaie de réserve internationale.

21 Tous les taux d'intérêt ne sont pas nuls ou négatifs, et on ne peut bien sûr exclure une remontée des taux d'intérêt nominaux.

rôle actif de premier plan dans la régulation macroéconomique de l'Union et une responsabilité éminente dans la prospérité ou non de l'Union devant les opinions publiques européennes. Elle cesse ainsi de faire parler d'elle exclusivement à l'occasion de décisions prises dans des conclave opaques en fonction de critères peu compréhensibles pour le commun des mortels, tombant comme des couperets et mal assumées par des eurocrates le plus souvent inconnus.

L'écueil politique que nous avons relevé à propos des eurobonds est ici évité. Il n'y a pas comme dans le cas de la mutualisation des emprunts pratiqués par un État membre de transfert financier implicite d'un groupe d'États vers un autre, nourrissant les procès d'intention, le sentiment de l'iniquité ; c'est collectivement tous les États européens qui décident de la dette européenne. Ce n'est pas la dette d'un pays assumée par d'autres pays, c'est la dette de l'Union toute entière. On sort donc de la logique de la négociation des transferts directs d'un État à un autre, pour passer à la logique de l'élargissement des outils d'action de l'Union elle-même. De plus, les mécanismes de contrôle doivent permettre par la transparence, la reddition de compte et, le cas échéant, la sanction, de limiter les abus et les erreurs. Cela doit rassurer les opinions publiques européennes et ainsi conforter le projet européen. On ne dira en effet jamais assez combien la méfiance entre les partenaires européens nourrit l'euroscpticisme, c'est-à-dire la méfiance des opinions publiques à l'égard de l'intégration européenne, et le répand.

Enfin, la dette européenne est l'occasion de créer un soutien politique à l'Union pour elle-même, le soutien venu des détenteurs des titres de dette européenne. Ce groupe d'intérêt sera à n'en pas douter transnational, les détenteurs de ces titres via les compagnies d'assurance, les intermédiaires financiers européens, étant dispersés sur l'ensemble du territoire de l'Union. C'est bien le défaut caché de l'Union européenne, l'absence de groupes sociaux dont le bien-être dépend directement de la solidité et de la pérennité de l'Union. L'argument n'est pas nouveau. Il fut défendu par Alexander Hamilton, le premier secrétaire au Trésor de la toute jeune République américaine dans un rapport célèbre présenté au premier Congrès américain en 1790²². La question qui agitait les responsables politiques américains était de savoir ce qu'il convenait de faire devant l'impossibilité de certains États fédérés d'assumer le remboursement de leur dette. Dans un raisonnement remarquable par son audace et sa modernité économique, Hamilton plaida pour que le gouvernement fédéral à peine créé et ne disposant encore d'à peu près aucune ressource propre s'assumât pleinement les dettes des États en difficulté, donc sans décote. Outre les arguments proprement économiques que Hamilton mobilisa, il avança un argument politique : la solution qu'il soutenait aurait pour intérêt de « lier les créiteurs au gouvernement fédéral ». Son rapport fut adopté par le Congrès. Plus de deux siècles plus tard, il ne semble pas que le crédit du gouvernement fédéral ait pâti de cette décision, ni que l'union monétaire américaine en ait été compromise. L'argument de Hamilton s'applique parfaitement au cas européen. Croire qu'une union monétaire peut s'affranchir de considérations politiques est faire preuve d'une naïveté coupable car c'est croire qu'elle peut flotter au dessus des basses contingences de la vie ordinaire. Or elle est créée par une décision politique et elle peut cesser d'exister par une autre décision politique. Sa pérennité dépend donc de la capacité à établir des coalitions désireuses de la soutenir.

Tout Européen est un épargnant ou en tout cas dépend de la solidité de l'épargne collective collectée dans l'Union et de ses modes d'utilisation, il sera donc personnellement intéressé à vouloir la viabilité de l'Union qui a émis une partie des titres dans lesquelles sera investie son épargne. Les politiciens allemands ont dans un passé récent abondamment évoqué l'intérêt de l'épargnant allemand pour justifier leurs craintes d'un affaiblissement financier des États européens qui résulterait d'une forme de dette mutualisée. Leur préoccupation est légitime. Appliquons-la au cas européen ! Si l'on veut bien admettre

22 Le rapport d'Hamilton se trouve à : <https://founders.archives.gov/documents/Hamilton/01-06-02-0076-0002-0001>. Sur Hamilton, voir la récente bibliographie de Ron Chernow, *Alexander Hamilton*, Penguin, 2004. Sur son action en tant que secrétaire du Trésor, voir Thomas McCraw, *The founders and finance*, Harvard University Press, 2012. Sur la leçon que l'Union européenne peut tirer de cet épisode de l'histoire américaine, voir T. Sargent, .

que mobiliser des motifs liés à l'intérêt individuel des Européens est politiquement utile pour conforter l'union elle-même, on en déduira que la création d'un titre de dette européen est incontestablement une façon d'y arriver, comme Hamilton l'avait génialement compris en son temps pour le cas américain.

Whatever it takes redux ?

La proposition qui vient d'être présentée est à l'évidence audacieuse. Certains la jugeront téméraire. N'est-elle pas contraire aux traités européens qui comme nous l'avons vu stipulent que le budget annuel de la Commission européenne doit être équilibré ?

Les gardiens sourcilleux des traités européens ont déjà tremblé en 2012 lorsque Mario Draghi a annoncé qu'il utiliserait toute mesure à sa disposition pour assurer la solidité de l'euro, par son fameux et transgressif *Whatever it takes*. Dans la foulée, la BCE a lancé le programme des OMT (*Outright Market Transactions*) qui permettait à la banque d'acquérir des titres publics émis par les États membres, en contradiction apparente avec l'interdiction du concours de la banque aux institutions publiques de ces États. Décision attaquée devant la Cour Européenne de Justice qui a tranché le 16 mai 2015 en faveur de la BCE et autorisé ces achats, au motif qu'il ne s'agissait pas de concours directs²³. Il est des façons subtiles de lire les termes d'un traité, comme il est des façons rusées de les écrire.

Les gardiens de l'orthodoxie maastrichienne, dont il est douteux que la crise du covid-19 ébranle les convictions, seront de toute évidence hérissés par la proposition développée plus haut. Ils crieront vraisemblablement au viol des traités. Ont-ils raison ?

En fait, ce montage est nettement moins iconoclaste que la déclaration de Mario Drahi de 2012. Il n'est contraire ni à la lettre ni à l'esprit des traités européens.

– La lettre d'abord. Rien dans les traités n'interdit à la Commission de se porter garante. Cela ne pèse pas comptablement sur son budget : une telle garantie est hors budget. Cela ne viole donc pas l'obligation d'équilibrer ses ressources et ses dépenses. Le procédé n'est pas nouveau : l'Union européenne s'est déjà portée garante du Mécanisme européen de stabilité (MES) créé en 2012.

– L'esprit ensuite. La clause d'équilibre du budget a été incluse dans le traité de Rome, en 1957, dans un tout autre contexte que maintenant. Il s'agissait de créer un marché commun, entreprise proprement économique et passablement technique lancée par six États européens. Leurs dirigeants ne souhaitaient pas que l'institution chargée d'administrer ce marché commun prît des initiatives intempestives qu'ils n'auraient pas validées. Il s'agissait pour eux de bien faire valoir que la Commission était délégataire et ne pouvait s'affranchir de leur contrôle. La présente proposition est conforme à ce principe : la Commission n'agira que sous le contrôle *a priori* et *a posteriori* des institutions politiques européennes, et en particulier des États membres.

Conclusion

L'Union européenne peut mobiliser des masses financières importantes, à la mesure de la gravité de la crise économique prévisible une fois la crise sanitaire du covid-19 passée, en émettant un titre de dette européenne sans violer les traités européens. En instaurant (enfin) un parallélisme entre les capacités budgétaires de l'Union et son union monétaire, elle accroît le nombre d'instruments qui peuvent être mobiliser afin d'assurer le bon fonctionnement de la zone euro dans son entier. En particulier elle libère la BCE du rôle para-fiscal qu'elle est contrainte actuellement de jouer au risque de mettre en péril sa

²³ [http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?](http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=OMT&docid=165057&pageIndex=0&doclang=FR&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=1271659#ctx1)

[text=OMT&docid=165057&pageIndex=0&doclang=FR&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=1271659#ctx1](http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=OMT&docid=165057&pageIndex=0&doclang=FR&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=1271659#ctx1)

crédibilité et l'uniformisation des conditions monétaires prévalant en Europe qui est l'acquis majeur et essentiel de l'euro.

La création de la dette européenne se fait dans le respect des principes de fonctionnement de l'Union européenne et de sa singularité, être une fédération d'États souverains. Cette création, faite à l'occasion de la crise actuelle, est permanente et de nature à consolider l'Union et de renforcer l'intégration économique et monétaire en Europe. Certes, créer une capacité d'endettement collectif de l'Union représente une avancée supra-nationale. Toutefois celle-ci se fait sous le contrôle des États membres. Si l'on veut qualifier ce schéma de « fédéraliste », il faut préciser qu'il s'agit d'un fédéralisme « de bas en haut », et non « de haut en bas », comme le fédéralisme américain.

La proposition qui est faite est une esquisse d'un plan complet et détaillé. Nul doute que beaucoup de points méritent d'être discutés, détaillés, que d'autres pistes peuvent être explorées et le cas échéant, retenues. En tout état de cause, vu la gravité de la crise en cours, le temps du débat sur la dette européenne est venu.