



Publié sur *Le Cercle Les Echos* (<http://lecercle.lesechos.fr>)

Zone euro: une union budgétaire à plusieurs vitesses

A mesure que les semaines passent, la zone euro s'affaiblit, faisant grandir les spéculations quant à sa survie. Après la Grèce, l'Irlande et le Portugal, l'Espagne et l'Italie voient leur taux d'intérêt atteindre la limite du supportable. Même le triple A de l'Allemagne est désormais assorti d'une perspective négative. La zone euro connaîtra très probablement une récession en 2012.

Les économies de plusieurs Etats membres sont aux prises avec une véritable dépression, entre contraction brutale de l'activité économique et explosion du chômage.

Face à ce triste constat, la réponse européenne continue à manquer de clarté. Mission a été confiée aux présidents du Conseil européen, de la Banque centrale européenne, de la Commission européenne et de l'Eurogroupe de présenter d'ici à la fin de l'année des propositions, en vue de construire une union économique, bancaire, budgétaire et politique. Mais l'équation est difficile en raison des doutes quant au degré de solidarité budgétaire que les Etats membres sont prêts à accepter. Personne ne souhaite du reste financer un puits de dette sans fond.

Si l'on souhaite résoudre cette équation, il faut commencer par reconnaître la diversité des situations au sein de la zone euro. Il convient donc de proposer des solutions différentes à des problèmes différents : l'union budgétaire envisagée sera nécessairement à plusieurs vitesses. On pourrait ainsi envisager trois leviers d'action principaux, visant respectivement à renforcer le "cœur" de la zone euro, à répondre aux difficultés de financement des Etats faisant face à une crise de liquidité, et à restructurer la dette des Etats insolubles.

Pour renforcer le cœur de la zone euro, l'émission de la dette des Etats membres de la zone euro les plus solides devrait être synchronisée et confiée à une agence

commune. Un calendrier serait adopté pour la mise en place d'obligation commune, en commençant par des obligations de court terme (de maturité inférieure à un an), les core eurobills.

La participation à cette véritable union budgétaire serait soumise à de stricts critères économiques et politiques. Ces critères seraient définis de façon à ne pas pouvoir être contournés au contraire de ce qui avait été fait pour permettre l'entrée de l'Italie ou de la Grèce dans la zone euro. A plus long terme, ces pays pourraient décider pour d'aller plus loin dans l'union budgétaire (harmonisation fiscale, mise en place de normes communes de protection sociale).

D'autre part, un soutien serait apporté aux Etats membre de la zone euro qui souffrent d'une crise de liquidité, comme l'Italie et l'Espagne. Ce soutien pourrait prendre la forme d'un programme permettant à ces pays de bénéficier pour une durée et des montants limités d'extended eurobills solidairement garantis par l'Etat émetteur et par les Etats membres du cœur de la zone euro. Ces extended eurobills permettraient à ces Etats de faire face à leurs obligations de refinancement à court terme et donc à leurs problèmes de liquidité sans que le cœur de la zone euro ne prennent des risques déraisonnables (puisque limités dans leur durée et leur montant). Ceci permettrait de calmer la spéculation et d'éviter les spirales négatives autoréalisatrices. L'alternative à une telle solution est de continuer à utiliser les mécanismes existants, éventuellement en les renforçant (refinancement auprès de la BCE) et en étendant leur utilisation (pour limiter les spreads des Etats confrontés à une crise de liquidité). Néanmoins, cette solution alternative risquerait d'être moins efficace et politiquement plus difficilement acceptable pour l'Allemagne.

Enfin, il serait procédé à une restructuration ordonnée de la dette des Etats souffrant d'une crise de solvabilité, comme la Grèce. Ce défaut ordonné serait soumis à une négociation et donc à une possible sortie de la zone euro en cas d'échec de la négociation. Il aurait pour principe la réduction de la dette de ces pays à un niveau suffisant pour qu'ils puissent accéder de nouveau aux marchés de crédit. Dans la période intérimaire entre la restructuration et le retour sur le marché, ces Etats bénéficieraient de la même solution que les pays faisant face à une crise de liquidité. Leurs décisions budgétaires seraient placées pour plusieurs années sous la tutelle d'un trésor européen, lequel pourrait également avoir la responsabilité de la gestion de l'agence de la dette mentionnée plus haut. La propriété et la gestion de certains actifs publics seraient également confiés au trésor européen de façon à les restructurer et réinvestir, avant de les céder au bout de la période de tutelle budgétaire (avec la possibilité si le pays se porte mieux de racheter ces actifs, ce qui éviterait leur privatisation). L'ampleur des actifs cédés serait proportionnée aux pertes assumées par les créanciers publics européens des Etats dont la dette serait restructurée, ces actifs servant ainsi de collatéral. D'autre part, pour gérer les risques systémiques créés par la restructuration de la dette (notamment leurs conséquences sur les créanciers privés subissant des pertes), les mécanismes de recapitalisation prévus dans le cadre de l'union bancaire seraient sollicités.

La zone euro pourrait ainsi recréer un mécanisme vertueux de convergence, dont l'objectif serait au bout de longues années d'avoir tous les pays dans le premier cercle. Ce mécanisme permettrait en outre de traiter les cas "désespérés" dans un cadre politiquement acceptable et limitant l'aléas moral. Enfin, cela permet de recourir à un "cocktail" crédible de solutions (remboursement, mutualisation et restructuration de la dette) tout en ayant une claire logique d'ensemble préservant l'intégrité de l'Union économique et monétaire.

Jean-François Jamet

URL source: <http://lecercle.lesechos.fr/economie-societe/politique-eco-conjoncture/monnaies-et-taux/221151409/zone-euro-union-budgetaire-a-p>