



## Résumé

### Pour un Eurobond

#### Une stratégie coordonnée pour sortir de la crise

La crise financière de l'année 2008 a placé la zone euro face à un défi sans précédent. En aggravant brusquement les déséquilibres latents au

sein des économies européennes, elle a dévoilé la **fragilité de l'union monétaire**. Alors que la situation budgétaire de la Grèce – désormais de l'Espagne et du Portugal – inquiète les investisseurs, la croissance des seize membres de la zone euro dépend étroitement de la solidité du **couple franco-allemand**.

Les critères de convergence et le Pacte de stabilité et de croissance, outils de coordination budgétaire censés faire converger les économies de la zone euro, ont montré leurs limites. La politique monétaire commune paraît de plus en plus inadaptée à l'hétérogénéité des seize membres de la zone euro qui réagissent de façon différente aux chocs économiques. Les interrogations sont désormais nombreuses quant à l'efficacité de l'union monétaire, dont l'ambition première était de soutenir la croissance de ses membres.

Toute divergence d'orientation budgétaire entre la France et l'Allemagne, piliers de l'union monétaire, pourrait menacer la zone euro et remettre en cause l'efficacité comme la pertinence d'une politique monétaire commune. Il est aujourd'hui nécessaire de **concevoir un nouvel instrument de coordination budgétaire pour relancer la croissance au sein de l'union et rendre à l'euro son rôle moteur pour les économies européennes**.

#### L'Euro à dix ans

Symbole politique fort, la monnaie unique avait surtout vocation à alimenter le moteur de croissance du marché commun. Une forte complémentarité commerciale entre les pays membres devait permettre de soutenir la production et la croissance des uns grâce à la demande des autres, elle-même entretenue par l'investissement. Une organisation duale, comparable à certains égards au tandem sino-américain, a ainsi vu le jour – le produit des exportations allemandes et françaises assurant le financement de la consommation et du développement des autres membres

de l'Eurogroupe. La **place centrale du couple franco-allemand** ne se justifie donc pas seulement par son poids – équivalent à 48 % du PIB total des seize en 2008 – mais aussi par son rôle-clef dans l'organisation économique du continent.

#### Des déséquilibres latents au sein de l'union monétaire

L'édifice monétaire européen présente cependant des fragilités. Le territoire couvert ne remplit pas les critères caractéristiques d'une « zone monétaire optimale », faute principalement, d'un mécanisme de redistribution des ressources. Les excédents dégagés par le pôle franco-allemand, à la fois faibles et ponctuels, ne pouvaient subvenir aux besoins de l'Eurogroupe. Le recours à l'endettement s'imposait donc comme seule alternative. La solidarité supposée des seize et les objectifs de convergence établis à Maastricht conditionnaient donc la stabilité financière de la zone euro à la qualité des signatures française et allemande auprès des investisseurs internationaux.

#### L'impact de la crise financière de 2008

La crise de crédit a explicité ces risques jusqu'alors latents. La vigoureuse réponse des gouvernements et des banques centrales s'est essentiellement articulée, depuis le troisième trimestre de l'année 2008, autour d'une puissante injection de liquidités dans l'économie et d'un large transfert de créances privées sur les bilans publics. Ces initiatives, jointes à un effort de relance au lourd impact fiscal, ont notamment **creusé les déficits et accru le niveau d'endettement des États, engendrant de fortes tensions sur les marchés de capitaux**. Cette situation, préoccupante pour toute la communauté internationale, est d'une gravité particulière pour la zone euro dont le schéma de croissance est grippé. Les initiatives d'urgence prises par les gouvernements de l'Eurogroupe ont été, en règle générale, de même nature. La volonté affichée de réduire à terme les déficits publics est, quant à elle, unanime. Cependant, les orientations budgétaires pourraient rapidement diverger, ce qui accentuerait les déséquilibres et **rendrait la politique monétaire commune de plus en plus inadaptée aux situations individuelles**.

## Les risques d'un découplage entre Paris et Berlin

L'arbitrage délicat entre prolongement du soutien public, consolidation fiscale et redressement de la compétitivité par l'investissement dépendra des priorités de chaque État. Il est vain d'attendre de la Grèce et du Portugal un alignement – à la fois inopérant et dangereux – avec la France et l'Allemagne. Dans ces conditions, le couplage des politiques conduites par Paris et Berlin est le seul rempart contre une perte de cohérence de la zone euro. Des finances publiques découplées entre les deux pays conduiraient nécessairement à des réactions opposées de part et d'autre du Rhin face aux chocs économiques à venir.

Orchestré en deux temps – autour d'un plan de relance d'aide à la consommation et à l'emploi, puis d'un Emprunt national, dont le produit sera investi pour dynamiser la croissance tendancielle de l'économie – **le programme français présente une forte tendance contre-cyclique. Le programme**

**allemand, en revanche, fiscalement moins engagé, plus soucieux de protéger le secteur des exportations, apparaît nettement plus procyclique.** L'amorce d'une politique de désendettement engagée par le gouvernement Merkel en inscrivant le plafonnement des déficits dans la Constitution fédérale menaçait de désolidariser Berlin de ses partenaires. Les initiatives récentes prises à Paris et à Berlin donnent des garanties de rapprochement tangibles mais fragiles. Les chantiers ouverts par l'Élysée au tournant de l'année 2010 comprennent l'éventuelle instauration d'une règle d'équilibre explicite et visent à **restaurer un front commun franco-allemand, indispensable à la pérennité de l'Eurogroupe.** Ce rapprochement des objectifs français et allemands ne donne toutefois que des gages temporaires et **appelle un changement institutionnel de grande ampleur. Une action budgétaire réactive, coordonnée et crédible doit être lancée en France et en Allemagne avant d'être progressivement étendue à l'ensemble des États membres de la zone euro.**

# La proposition de l'Institut Montaigne

## Créer un instrument de dette européen : l'Eurobond

**Une première phase, strictement franco-allemande, débutera par l'établissement d'une liste de projets d'investissements communs de long terme,** choisis dans les domaines des infrastructures, du transport, de l'énergie, de la recherche ou encore de l'innovation.

Un couplage ponctuel des politiques fiscales dans certains domaines pourrait également être envisagé.

**Dans une seconde phase, la France et l'Allemagne s'accorderont sur la stratégie de financement pluriannuel de leur budget. Une fois mutuellement approuvé le montant des ressources additionnelles requises, une agence dédiée aura la charge d'exécuter l'adjudication d'Eurobonds.**

Clef de voûte de la coordination budgétaire entre les deux pays, instrument de couplage crédible car contraignant, l'Eurobond prémunira les États membres contre les conséquences d'un inévitable choc d'offre sur les marchés souverains. La captation efficace de la demande, à l'opposé d'une concurrence fratricide entre émetteurs publics, serait le socle d'une plus grande lisibilité et d'une meilleure maîtrise du coût de la dette.

**Le produit des émissions d'Eurobonds sera réparti en fonction d'un échéancier précis.** Chaque exercice budgétaire verrait les capitaux ainsi levés distribués aux Trésors nationaux suivant les termes définis par cet échéancier.

La part nécessaire des recettes fiscales domestiques de chaque État serait distribuée à l'agence pour assurer le paiement des intérêts et le remboursement des capitaux dus

par l'agence à ses créanciers. **En cas de non-respect de cet accord par un État membre, ses pairs solidaires se porteraient garants de ses engagements – tout en s'arrogeant le droit de soustraire cette « avance de trésorerie » des sommes ultérieurement redistribuées.**

Le périmètre de financement de l'Eurobond sera élargi progressivement, phase qui suppose un véritable effort de concertation. Ce dispositif, introduit avec précaution et rigueur, se substituera progressivement au Pacte de stabilité et de croissance et coordonnera les stratégies budgétaires des pays membres par un contrat explicite.

**Les autres pays de la zone euro rejoindront progressivement la France et l'Allemagne.**

**Les actuelles obligations d'État seront progressivement remplacées par une gamme de titres uniques** afin de réduire tout à la fois le risque de défaillance individuelle comme celui d'*aléa moral* – puisque la solidarité des passifs nationaux (et non pas leur confusion) s'accompagnerait d'une possible astreinte budgétaire en cas de dérapage.

Répondant au critère de coordination et de redistribution nécessaire à la transformation de l'union monétaire européenne en une *zone monétaire optimale*, la création de l'Eurobond garantirait l'existence, entre la France et l'Allemagne, d'un **couplage budgétaire pérenne.** La menace de *chocs asymétriques* disparaissant, l'efficacité des choix de la Banque centrale européenne s'en trouverait immédiatement renforcée, **une politique monétaire commune efficace restant, comme l'avaient justement observé les pères fondateurs, le meilleur moyen de dynamiser la croissance.**