

# Le Policy-mix de la zone euro

## Un équilibre intrinsèquement instable<sup>1</sup>

### • Introduction

En l'absence d'union politique, le Traité sur l'Union économique et monétaire européenne (UEM)<sup>2</sup> définit un modèle original de *Policy-mix* où les politiques budgétaires restent une prérogative des États membres alors que la politique monétaire unique est déléguée à la Banque centrale européenne, institution fédérale indépendante au centre de l'Eurosystème. Dans cette configuration inédite, les interactions entre la politique monétaire centralisée et les politiques budgétaires coordonnées sous régime intergouvernemental se sont dès le départ révélées complexes et l'équilibre du *Policy-mix* intrinsèquement instable, au gré des événements qui ont marqué son évolution.<sup>3</sup>

Un autre élément important, sur le plan institutionnel, est que la politique monétaire unique concerne (par construction) la seule zone euro, alors que le cadre de coordination économique (incluant en particulier les règles budgétaires) englobe toute l'Union européenne. Ce hiatus n'a jamais été levé et s'oppose à la définition et à l'exercice d'un *Policy-mix* spécifique à la zone euro<sup>4</sup>.

1 Pierre Jaillet, Chercheur associé, Institut Jacques Delors et Institut des relations internationales et stratégiques (IRIS), Professeur à IRIS sup. L'auteur remercie Thierry Chopin, Johannes Lindner et Sébastien Maillard pour leurs remarques sur une version préliminaire du texte.

2 Cf. Traité sur l'Union européenne (TUE), 1993.

3 Pour une synthèse des questions théoriques posées par le modèle, voir Kempf, 2019.

4 La reconnaissance en 2007 par le Traité de Lisbonne de l'Eurogroupe, réunissant de façon « informelle » les ministres des Finances de la zone euro, a plutôt conforté ce modèle intergouvernemental de coordination sans apporter de réponse à ce hiatus institutionnel.



ÉCONOMIE &  
FINANCE

POLICY PAPER N°291  
JUIN 2023

#uem  
#zoneeuro  
#unionpolitique

**Pierre Jaillet**  
Chercheur associé,  
politique économique  
et monétaire  
européenne

Ce *Policy paper* revient dans un premier temps sur les faiblesses du volet économique de l'UEM, son « talon d'Achille », pour reprendre les termes de Jacques Delors (2003). Il passe ensuite en revue les différentes phases du *Policy mix* de la zone euro, de 1999 à la grande crise financière de 2008-2009 et à la crise de la zone euro qui l'a suivie, puis de l'engagement de la BCE en 2012 à préserver à tout prix l'intégrité de la zone monétaire à la dominance budgétaire culminant lors de la crise du Covid, avant que le choc d'inflation de 2021-2022 n'impose un revirement de la politique monétaire et un rééquilibrage du *Policy-mix*. Enfin, la dernière section de l'article revient brièvement sur les propositions (comme celles récemment avancées par la Commission de l'UE), visant à améliorer la gouvernance économique de la zone euro.

## I • Les limites et l'échec d'un modèle de coordination économique *a minima*

La coordination budgétaire de l'UEM devait à l'origine reposer sur trois éléments complémentaires : la prévention des externalités liées aux divergences de politiques et aux dettes publiques excessives ; l'efficacité des stabilisateurs automatiques nationaux (en l'absence de transferts et d'un budget communautaires) ; la cohérence et la visibilité, enfin, des orientations macroéconomiques de la zone. Dans l'hypothèse où ces conditions étaient réunies, encore fallait-il, pour éviter les conflits de *Policy-mix*, assurer un dialogue régulier entre les autorités budgétaires et monétaires. Or les premières en attendaient surtout des conditions financières favorables, alors que les secondes s'y prêtaient avec réticence, au nom de leur indépendance<sup>5</sup>. À cet égard, une conviction assez partagée à l'origine était que ce modèle introduisait un biais en faveur du volet monétaire de l'UEM. D'autres responsables, à l'inverse, jugeaient que ce modèle était viable, sous réserve que les États membres respectent les règles du jeu communes (Issing, 2006). L'expérience des deux premières décennies de l'UEM a cependant montré que ce modèle incomplet de *Policy-mix* portait le risque d'une surcharge de la politique monétaire, la BCE se trouvant régulièrement dans la position inconfortable de pompier de service, d'assureur en dernier ressort de l'intégrité de la zone euro (et souvent de bouc émissaire...).

Ces contraintes institutionnelles ont abouti à un cadre budgétaire *a minima*, de nature essentiellement « prudentielle », qui a très vite montré ses limites (Jaillet et Pfister, 2022) :

- Les règles de déficit n'ont souvent pas été respectées et les dettes publiques, sauf exceptions, sont sorties de la trajectoire de réduction requise de 1/20 par an, en dépit de la baisse continue des charges d'intérêt liée à la politique de la BCE après 2012 ;
- La surveillance communautaire n'a pas su prévenir les dérives du crédit et les déséquilibres extérieurs des États membres ayant conduit à la crise de 2010-2012 ;
- Les marchés n'ont pas joué le rôle stabilisateur attendu en complément des règles budgétaires, les taux souverains se calant sur ceux des pays du cœur avant d'atteindre lors de la crise des niveaux déraisonnables ;
- La règle du *no bail-out* a dû être contournée, avec la mutualisation contingente des risques par les institutions intergouvernementales créées lors de la crise de la zone euro (FESF et MES), et de façon implicite par la mobilisation par la BCE de divers instruments (voir infra.) visant à préserver l'intégrité de la zone euro ;

---

5 D'autres dirigeants de la BCE soutenaient toutefois qu'une banque centrale indépendante et légitime pouvait se permettre d'avoir face à elle une contrepartie politique forte dans l'intérêt de l'UEM (Bini Smaghi, 2010)

- L'interdiction de financement « monétaire »<sup>6</sup> des États est devenue purement fictive avec la mise en œuvre en 2014 du QE – *quantitative easing* – de la BCE.

En outre, ce régime n'a jamais débouché sur des orientations communes de politique économique pour la zone euro, un *fiscal stance* cohérent face au *monetary stance* de la BCE, et non la simple somme des politiques budgétaires agrégées. Cela aurait supposé que les États membres se plient à un arbitrage communautaire et à un principe de symétrie de leurs ajustements macroéconomiques.

Plusieurs facteurs expliquent cet échec. On peut d'abord faire justice d'arguments fréquemment avancés, comme la supposée « complexité » d'un dispositif reposant en réalité sur quelques règles simples, ou son caractère abusivement coercitif, alors que certains pays ont pu régulièrement s'en abstraire quand d'autres s'y conformaient sans difficulté. Il semble en revanche que le bouclier de l'euro et la politique ultra-accommodante de la BCE (à partir de 2013) aient créé une sorte d'aléa de moralité peu propice au respect par les États membres d'une règle de « bonne conduite » excluant les comportements de cavalier seul. En outre, la pertinence des seuils de référence de 3 % et 60 % a été mise en cause (Blanchard, 2021), la norme de dette publique apparaissant irréaliste pour nombre de pays après la crise financière et la crise du Covid-19. Enfin, l'objectif de moyen terme portant sur le solde structurel, variable-clé pour évaluer l'orientation discrétionnaire des politiques budgétaires, a été critiqué pour sa complexité supposée et il a été généralement négligé<sup>7</sup>.

Il ne faut pas négliger les facteurs économiques. Ainsi l'euro n'a pas entraîné la dynamique durable de la convergence réelle attendue à sa création. Les économies du Sud ont perdu l'essentiel du terrain gagné avant la crise de 2010-2012 et les revenus par habitant divergent entre les grandes économies de la zone<sup>8</sup>. Les échanges intracommunautaires stagnent et, trente ans après la mise place du marché unique, l'euro circule dans un espace bancaire et financier toujours fragmenté. Or, sans partage des risques publics (par le biais de transferts entre États ou d'un budget communautaire) ni diversification adéquate des risques privés (favorisant une allocation plus optimale de l'épargne vers les investissements dans la zone), l'amortissement des cycles et des chocs incombe essentiellement aux États membres, disposant d'inégales marges de manœuvre. Les carences du marché unique contribuent ainsi aux difficultés du cadre budgétaire et du *Policy-mix* de la zone euro.

---

6 Ce concept de financement monétaire est très ambigu. Il se réfère dans le Traité aux seuls financements directs des gouvernements, sous forme d'avances de trésorerie des banques centrales aux Trésors ou d'achats de titres publics à l'émission. En fait, l'essentiel du financement monétaire s'effectue par le biais des achats de titres d'État sur le marché secondaire par la banque centrale, qui les porte ensuite à son bilan.

7 Cet objectif se fonde sur les estimations des écarts de production sujettes à révisions. Cependant ces dernières, de l'ordre de 0,5 point de PIB pour les principaux pays de la zone euro, apparaissent de second ordre au regard aux dérives budgétaires des États membres vis-à-vis de leurs engagements européens.

8 Le revenu par habitant a ainsi fléchi de plus de 10 % en France, Italie et Espagne, par rapport à celui de l'Allemagne entre 2010 et 2019 (Data Bank - Banque mondiale)

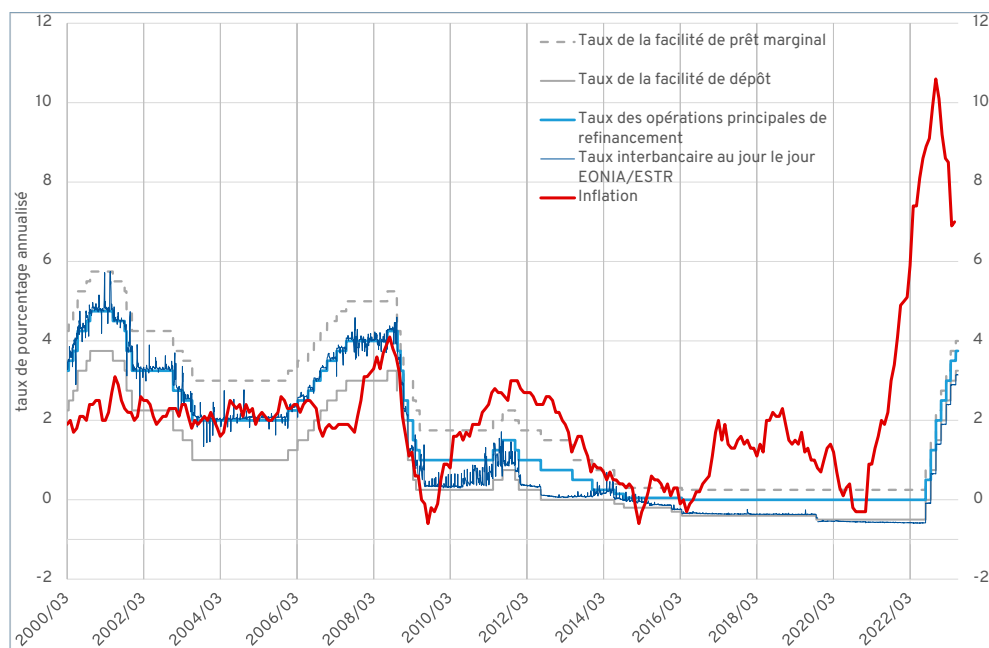
## II • Jusqu'à la crise de 2010-2012, une phase de (relative) dominance monétaire

Il était dans l'ordre des choses que la structure, le mandat et la politique d'objectifs de la BCE dérivent du modèle de la Bundesbank ; une concession à l'Allemagne de la part des partenaires, en contrepartie du sacrifice du deutschemark, monnaie-pivot du Système monétaire européen. De fait, l'organisation fédérale de l'Eurosystème, sa gouvernance (Directoire de la BCE doté de prérogatives étendues), son statut d'indépendance et naturellement son mandat prioritaire de stabilité des prix, décalquaient le modèle de la Bundesbank. À sa création, la BCE a d'ailleurs opté pour une stratégie combinant un « premier pilier monétaire » assorti d'une norme de 4,5 % pour la croissance de l'agrégat M3 et un « second pilier de stabilité des prix » (« un taux d'inflation inférieur à 2 % »). En 2003, cependant, la cible d'inflation a été précisée (« (...) un taux d'inflation inférieur à, mais proche de 2 % à moyen terme »), (BCE, 2003), l'agrégat M3 étant relégué au rang d'indicateur. L'héritage monétariste de la Bundesbank était définitivement soldé. Enfin, dans le cadre de sa revue stratégique de 2021, la BCE a annoncé que sa cible d'inflation de 2 % à moyen terme serait désormais symétrique et qu'elle tolérerait des écarts négatifs et positifs.

De 1999 à la crise de l'euro de 2010-2012, la politique monétaire est neutre ou légèrement restrictive. Le principal taux directeur de la BCE est ainsi toujours supérieur à l'inflation, elle-même proche de 2 % en moyenne (voir graphique), et le taux d'intérêt réel à court terme est significativement positif. La BCE semble alors suivre une règle de Taylor minimisant les écarts à sa cible d'inflation et à la croissance potentielle, avec un taux neutre autour de 1,5 %. La politique budgétaire agrégée des États membres est quant à elle légèrement restrictive jusqu'en 2007. Elle devient stimulante et contracyclique lors de la crise financière et ce jusqu'en 2010 (EU Commission, 2023). Au total, le *Policy-mix* de la zone euro apparaît assez équilibré sur cette période, masquant la dérive des dettes privées et souveraines des économies dites « périphériques » de l'UEM ayant pour contrepartie les déséquilibres de leurs comptes courants conduisant en 2010 à la première grande crise de la zone euro.

Observons qu'au cours de cette période, la BCE montre une forte réactivité quand l'inflation dépasse sa cible. Ainsi, tout en alimentant largement la liquidité bancaire en soutien du crédit lors de la crise financière, elle relève ses taux directeurs en juin 2008, lorsque l'inflation dépasse 4 %, puis à nouveau en avril et juillet 2011 lorsqu'elle atteint 3 %, et ce, en pleine crise de la zone euro. Ces mesures ont alors été critiquées, y compris par certains responsables politiques, au motif que la BCE surréagissait à un choc d'offre (la hausse du prix du pétrole et des produits alimentaires) alors que les politiques budgétaires nationales et les ressources communautaires étaient fortement mobilisées. Cet épisode figure comme le premier conflit de *Policy-mix* de l'histoire de l'UEM.

Graphique 1. Taux directeurs de la BCE et inflation dans la zone euro



En lançant en 2010 son premier programme d'achat de titres (SMP – *Securities market program*), la BCE a pourtant contribué à réduire le risque de fragmentation de la zone euro. Mais ce programme a été jugé trop timoré : les achats (limités à 15 Mds d'euros par mois pour un montant final de 200 Mds) étaient stérilisés pour ne pas interagir avec la politique monétaire (se distinguant à cet égard du futur QE, visant à réduire les primes de terme). Le SMP n'en a pas moins constitué la première incursion de la BCE hors de son mandat prioritaire de maintien de la stabilité des prix ; de même que la création la même année du Fonds européen de stabilité financière (FESF), sous l'égide des États membres, fut la première entorse au principe de *no bail-out* du Traité.

Le fait est que ces mesures n'ont pas apaisé les tensions sur les marchés des dettes souveraines, dans un contexte de dissensions politiques sur la gestion de la crise. Au début de l'été 2012, les *spreads* s'étaient dangereusement élargis, les taux italiens et espagnols à 10 ans approchant 7% (le taux grec dépassant 20% !). Des niveaux clairement incompatibles avec la soutenabilité des dettes de ces pays, alors que les marchés, au-delà de l'hypothèse d'un *Grexit*, spéculaient sur l'éclatement de la zone euro au risque de l'engager dans une spirale auto-réalisatrice. La solidarité communautaire devait prendre une nouvelle dimension.

### III • 2012-2019 - Revirement du *Policy-mix* et nouvelles pressions budgétaires

En juillet 2012, Mario Draghi engage la BCE à préserver l'intégrité de la zone euro (« Whatever It takes »)<sup>9</sup>. Deux mois plus tard, les États membres créent le Mécanisme européen de stabilité –MES–, fusionné avec le FESF et doté d'une capacité d'intervention de 700 Mds d'euros. Ces deux actions douchent la spéculation et ramènent les taux souverains à des niveaux raisonnables (autour de 4 % en Espagne et en Italie). Elles ouvrent aussi une ère nouvelle du *Policy-mix* de l'UEM : les États membres passent implicitement à la trappe la règle du *no bail-out* et la BCE assume explicitement son rôle d'assureur en dernier ressort de l'intégrité de la zone euro.

Cependant, la BCE est confrontée de 2012 à 2016 à une baisse inédite de l'inflation, qui passe transitoirement en dessous de 0 % (l'inflation sous-jacente se stabilisant autour de 1%). Le phénomène est en partie lié à la forte baisse du prix du pétrole, qui passe de 110 à 40 \$ le baril entre 2012 et 2016, mais aussi, de façon structurelle, à l'incidence de l'expansion du commerce mondial (Diev *et al.*, 2021)<sup>10</sup>. Cependant la BCE (comme la plupart des banques centrales de l'OCDE), privilégie les facteurs cycliques et le risque de déflation lié au creusement des écarts de production et s'engage alors dans une politique monétaire exceptionnellement stimulante. Elle abaisse ses taux directeurs à la limite du taux zéro, puis mobilise des instruments « non conventionnels » combinant le refinancement quasi-illimité et à faible coût du système bancaire et le lancement de programmes d'achats massifs de titres publics et privés (*quantitative easing*). Le QE de la BCE est lancé en janvier 2015 (sept ans après celui de la Fed et au moment où cette dernière commence à le réduire), alors que s'amorce la reprise de l'économie, que se résorbent les écarts de production de la zone euro (de -3,5 % à +1,5 % entre 2013 et 2019) et que l'inflation remonte vers la cible de 2 % (voir graphique). Il entraîne une chute spectaculaire des taux à long terme (le taux nominal de l'OAT 10 ans, par exemple, s'établit en moyenne à 0,3 % entre 2015 et 2019, et devient négatif cette année-là) ; une aubaine pour les États membres, qui voient leurs contraintes de soutenabilité de leurs dettes publiques fortement assouplies.

Peut-on parler ici de dominance budgétaire sur le *Policy-mix* de la zone euro ? Il serait plus juste de dire que la plupart des États membres ont alors optimisé l'orientation ultra-accommodante la politique monétaire pour conduire eux-mêmes des politiques budgétaires modérément procycliques, plutôt que de reconstituer leurs marges de manœuvre contracycliques, lesquelles se révéleront ultérieurement très insuffisantes face au choc majeur de la pandémie en 2020. Les gouvernements n'auront alors pas d'autre choix que de solliciter les concours massifs de la banque centrale (ECB, 2021).

---

9 « Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough » (Mario Draghi, President of ECB, *Speech at The Global Investment Conference*, London; July 26, 2012).

10 Ces deux explications ne sont pas antagoniques. La croissance du commerce mondial (notamment sous l'impulsion de la Chine, optimisant son entrée dans l'OMC en 2001) a fortement pesé sur les prix des produits importés, les coûts de production et contribué au creusement des écarts de production sur la même période, (d'ailleurs aussi caractérisée par l'aplatissement de la courbe de Phillips).

## IV • La crise du Covid-19, une dominance budgétaire imposée dans l'urgence

Le choc systémique de la crise sanitaire a fait chuter de 6,1% le PIB de la zone euro en 2020, suscitant des plans de soutien budgétaires portant les déficits publics à 7% du PIB en moyenne, avec de fortes disparités (entre 9 et 10 % du PIB en France et en Italie, par exemple, moins de 4 % en Allemagne et aux Pays-Bas...) reflétant des stratégies spécifiques face à la pandémie. Le Pacte de stabilité et de croissance fut suspendu jusqu'en 2023 (puis 2024, après le déclenchement de la guerre en Ukraine).

Globalement, les gouvernements de la zone euro ont amorti près de 90 % du choc de la pandémie (Fattouh et Ponton, 2021). Avec le recul, la question se pose de la pertinence d'une réponse aussi massive et décidée dans l'urgence pour compenser (et même parfois au-delà) les pertes de revenus d'activité des ménages et des entreprises. Les États ont ainsi joué un rôle inédit d'assureur tous risques d'un choc macroéconomique sans qu'aient été évaluée *ex ante* son incidence sur les différentes catégories de ménages ou de secteurs d'activité. Les aides, le plus souvent non ciblées, ont ainsi suscité des effets d'aubaine et de redistribution en faveur de ménages à hauts revenus ou d'entreprises peu ou pas affectées par la crise, réduisant leur utilité économique et sociale. En outre, du fait du confinement et des contraintes d'offre, une large fraction d'entre elles a été stérilisée (le taux d'épargne des ménages passe ainsi de 13 à 20 % entre 2019 et 2020), avant d'alimenter l'inflation à la sortie de la pandémie et lors de la guerre en Ukraine.

Ce « quoiqu'il en coûte » inégalement partagé, a entraîné un gonflement inédit de 13 points de PIB des dettes publiques entre 2019 et 2021. Face à la mobilisation budgétaire, la BCE, tout en maintenant ses taux à zéro (et même à -0,50 % pour sa facilité de dépôt, devenu de facto son principal taux directeur), s'est contentée dans un premier temps d'accroître ses refinancements à taux réduits (TLTRO-III) et d'annoncer le 12 mars 2020 qu'elle relevait de 120 Mds ses achats de titres. La présidente Christine Lagarde, en réponse à la question de savoir ce que ferait la BCE, si les spreads sur la dette publique augmentaient dans les pays les plus fragilisés par la pandémie, déclarait le même jour que la BCE « (...) was not here to close the spreads », estimant que cela ne relevait pas de sa mission<sup>11</sup>. Cette déclaration, formellement conforme à son mandat, suscita un tollé sur les marchés et chez certains dirigeants européens. Le 20 mars 2020, elle rectifiait le tir et annonçait le lancement du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) de 750 Mds d'euros, porté à 1.350 Mds en juin puis à 1.850 Mds en décembre (soit près de 16 % du PIB de la zone euro), s'ajoutant aux programmes de QE ; un *back stop* financier de grande envergure, allant au-delà des plans de soutien budgétaires annoncés (et offrant aux gouvernements de substantielles avances de trésorerie).

La BCE validait ainsi *ex ante*, sans réserve ni dialogue préalable, un activisme budgétaire et une envolée des dettes publiques justifiés à maints égards mais dont l'efficacité économique et sociale était en certains points discutable. Ce transfert massif au bilan de la BCE des « dettes Covid », qualifiées par certains observateurs et responsables politiques de dette perpétuelle n'ayant pas vocation à être remboursée, peut être assimilée à une mutualisation implicite. À ce stade, la notion de *Policy-mix* n'avait plus guère de pertinence. La BCE tenait le rôle d'agence de financement des trésors de la zone euro, dans une posture s'apparentant à la « monnaie-hélicoptère » ou plus exactement à la *Modern Monetary Theory*, où la fonction de la banque centrale se réduit à régler les additions que lui présentent l'État (Drumetz et Pfister [2022]).

11 « My point number two has to do with more debt issuance coming down the road depending on the fiscal expansion that will be determined by policymakers. Well, we will be there, as I said earlier on, using full flexibility, but we are not here to close spreads. » Christine LAGARDE, « Statement at CNBC Interview, after Press Conference with Luis GUINDOS Vice-President ECB ; Frankfurt am Main, 12 march 2020.

## V • 2021-2022 - Choc d'inflation et rééquilibrage du *Policy-mix* de la zone euro

Cette situation ne pouvait qu'être transitoire. Au-delà du risque juridique lié à son mandat et son statut d'indépendance<sup>12</sup>, la BCE s'est vue confrontée à un choc d'inflation dont les prémices étaient perceptibles dès l'été 2021, en relation avec les contraintes d'offre affectant le marché mondial des biens manufacturés et les tensions apparues sur les marchés du travail. L'inflation de la zone euro est ainsi passée de 2 à 5 % entre juin et décembre 2021 avant d'accélérer vivement après le déclenchement de la guerre en Ukraine, pour atteindre un pic de 10 % en octobre 2022, l'inflation sous-jacente réagissant avec décalage pour s'établir à 3 % à la fin de 2021 et dépasser ensuite 5 %.

Le *Policy-mix* de la zone euro était alors confronté au dilemme suivant : soutenir l'activité (et le pouvoir d'achat) ou lutter contre l'inflation. Les gouvernements, sous la pression politique et sociale (et des calendriers électoraux) ont naturellement arbitré en faveur de la première option et décidé –sans réelle coordination et en ordre dispersé– de nouvelles mesures de soutien en faveur des ménages et les entreprises<sup>13</sup>. Dans un premier temps, la BCE resta l'arme aux pieds, imputant la résurgence de l'inflation à l'envolée des prix de l'énergie importée, supposée se résorber au bout d'un an sans incidence durable sur l'inflation sous-jacente et les anticipations. Dans ses prévisions de mars 2022, elle prévoyait ainsi le retour de l'Indice des Prix à la Consommation Harmonisé (IPCH) vers sa cible de 2 % dès 2023 (chiffre révisé depuis à plus de 5,3 %).

Cette erreur de diagnostic (il est vrai très partagée) a pu être imputée à une confiance excessive des banques centrales dans la solidité de l'ancrage nominal et dans leur crédibilité, après une décennie de faible inflation (Reis, 2022). Elle explique l'étonnante inertie de réaction de la BCE, qui n'a relevé ses taux qu'à partir de juillet 2022, alors que l'inflation importée s'était déjà diffusée dans la formation des prix internes et les anticipations. La BCE (comme la Fed, qui ne l'a devancée que de quatre mois), a ainsi poursuivi pendant un an, à contre-temps, une politique très accommodante et son principal taux directeur (à 3,75 % en mai 2023, est encore en deçà d'une inflation supérieure à 7 % (et qui, selon ses propres prévisions, ne reviendrait vers sa cible de 2 % qu'en 2025).

Ce début de normalisation des taux directeurs s'est toutefois combinée avec le retrait du refinancement bancaire à taux privilégiés et avec la fin du QE et l'amorce d'un *quantitative tightening*, la BCE réduisant ses réinvestissements dans le cadre du programme d'achats de titres publics – APP – de 15 Mds d'euros par mois à compter de mars 2023 avant d'y mettre fin en juillet 2023. L'incidence de ces mesures s'est fait sentir sur le coût du crédit et les taux obligataires à partir de l'été 2022.

Le choc d'inflation a ainsi entraîné un début de rééquilibrage du *Policy-mix* de la zone euro par rapport à la situation extrême du pic de la crise du Covid-19, sans toutefois régler la question de sa cohérence (Schnabel, 2023), car l'inflexion prudente de la politique monétaire unique s'oppose désormais à des politiques budgétaires

---

12 En mai 2020, la cour constitutionnelle de Karlsruhe (en opposition avec la Cour européenne de justice), a mis en cause les achats de titres publics de la BCE dans le cadre du QE en invoquant un défaut de « proportionnalité » et le risque de conflit avec son objectif prioritaire de stabilité des prix. Sans contester le PEPP, elle souligna qu'il avait un caractère exceptionnel.

13 Au-delà des facteurs liés à la diversité des mix énergétiques, ces divergences de politiques budgétaires ont contribué à la disparité inédite des taux d'inflation (de 6 % en France à plus de 10 % en Allemagne et plus de 20 % dans certains pays de l'Est et du Nord de l'Europe au pic de l'inflation en octobre 2022).



toujours stimulantes<sup>14</sup>. L'attitude de la BCE dénote elle-même une certaine ambivalence. D'un côté, elle doit conforter une crédibilité écornée par son rôle de trésorier inconditionnel des États dans la crise et par l'inertie de sa réaction face à l'inflation. De l'autre, elle doit veiller à la soutenabilité des dettes souveraines fragilisées par le double choc de la pandémie et de la guerre en Ukraine.

La solution choisie pour concilier ces deux préoccupations a été d'annoncer en juillet 2022 (le jour même de la première hausse de ses taux directeurs) la création d'une nouvelle facilité contingente, l'*Instrument de Protection de la Transmission* (BCE [2022]), appellation un peu contournée pour désigner un nouvel outil anti-fragmentation qui s'apparente à l'ancien SMP (cf. supra). L'IPT pourra être activé pour acheter de façon sélective des titres souverains en cas de « dynamique de marché injustifiée » entravant l'efficacité des canaux de transmission de la politique monétaire unique et menaçant l'intégrité de la zone euro<sup>15</sup>. Si certaines ambiguïtés planent autour de cet instrument (évaluation des spreads « injustifiés », conditions de déclenchement, interactions avec la politique monétaire, etc.), sa création a suffi à calmer les tensions sur les taux souverains apparues en anticipation du relèvement des taux (et à apaiser les récriminations surjouées d'observateurs et de responsables politiques, accusant la BCE d'entraîner la zone euro dans la récession...).

## VI • Les conditions d'un véritable *Policy-mix* de la zone euro

La BCE ne pourra pas éternellement colmater les brèches du volet économique de l'UEM, alors que les États membres et les autorités européennes semblent se réfugier dans un déni de réalité, qu'il s'agisse des dysfonctionnements du marché unique, de l'hétérogénéité économique et financière croissante de la zone ou des failles du cadre de la coordination économique. Certes, la Commission a récemment proposé une réforme du cadre budgétaire suspendu jusqu'en 2024 en raison de la pandémie et de la crise ukrainienne (EU Commission, 2022 et 2023). L'objectif affiché est de le rendre plus simple et plus flexible afin de favoriser sa « réappropriation » par les États membre (Eisl, 2022). Ces derniers établiraient ainsi leurs propres cibles de dépenses compatibles avec des trajectoires nationales « plausibles » de réduction des dettes. Outre les incertitudes et ambiguïtés liées à leurs modalités techniques de mise en œuvre<sup>16</sup>, il n'est pas évident que ces règles se révèlent *in fine* moins complexes, plus lisibles et mieux respectées que le cadre actuel (Jaillet et Pfister, 2023).

Dans la négociation qui s'est ouverte en 2023 entre les États membres, le risque est aussi de fournir à certains d'entre eux les arguments pour s'opposer à de nouvelles avancées dans la voie du programme *Next Generation EU (NGEU)*, qu'ils n'accepteront qu'en contrepartie d'un cadre budgétaire crédible. À cet égard, les

<sup>14</sup> Selon les projections de la Commission européenne, le solde structurel des administrations publiques se maintiendrait autour de -3,5 % du PIB de la zone euro en 2022 et 2023.

<sup>15</sup> Cet instrument complète des instruments existants, notamment les Opérations monétaires sur titres (OMT), qui n'ont jamais été mobilisées depuis leur création en 2012 et sont soumises à une conditionnalité spécifique.

<sup>16</sup> Elles concernent en particulier la variable opérationnelle de dépenses primaires (nette des allocations de chômage – par essence cycliques – bien qu'elle soit supposée non corrigée du cycle), des trajectoires nationales de dette publique fixées à des horizons incertains, ou même du statut des valeurs de référence de 3 % et 60 %, maintenues sans que leur rôle soit clairement explicité. S'agissant de la gouvernance, les recettes proposées pour muscler le dispositif (réduire les sanctions financières ou inviter des ministres « déviants » à venir s'expliquer au parlement européen), apparaissent peu crédibles. En outre, la question de la responsabilité démocratique et du rôle des parlements (européen et nationaux) est laissée à l'écart, la Commission préférant promouvoir celui de comités d'expert ou de « sages » dont les avis, sans doute utiles, ne pèsent guère face aux gouvernements.

réactions politiques aux propositions de la Commission témoignent que les clivages habituels demeurent, notamment entre l'Allemagne et la France<sup>17</sup>. Or le NGEU ou les programmes du même type, notamment préconisés par Enrico Letta, même s'ils ne concernent pas spécifiquement la zone euro et au-delà du rôle crucial joué pour amortir le choc de la pandémie, peuvent contribuer à renforcer le volet économique de l'UEM et indirectement favoriser un meilleur équilibre de son *Policy-mix*. D'une part, le NGEU constitue un véritable *game changer*, au sens où il matérialise une première avancée décisive vers un véritable budget fédéral et la prise en charge par la communauté de dépenses d'investissement susceptibles de bénéficier non seulement aux États-membres mais à l'ensemble de l'économie européenne. D'autre part, cet instrument a aussi vocation à contrecarrer les forces centrifuges qui s'exercent sur l'économie de la zone euro depuis 2010. Or, comme nous l'avons vu plus haut, l'hétérogénéité structurelle croissante de la zone euro explique pour une large part les divergences d'orientation de politiques budgétaires nationales, ce qui complique la tâche de la politique monétaire unique et contribue au déséquilibre du *Policy-mix*.

Notons que les récentes propositions de la Commission, supposées concerner « la gouvernance économique » se cantonnent en réalité à la révision du seul cadre budgétaire, éludant la question d'une refonte en profondeur du volet économique de l'UEM. L'ambition des autorités européennes se situe ainsi en retrait par rapport à diverses propositions avancées dans un passé pas si lointain. Sans remonter au rapport McDougall, qui préconisait dès 1977 une capacité d'orientation et de stabilisation budgétaire pour l'UE, citons les multiples initiatives convergentes émanant de diverses autorités ou instances européennes et dont la portée dépassait largement la question des règles budgétaires (cf. notamment le « Rapport des cinq présidents » de juin 2015, le « Réflexion Paper on the Deepening of the EMU » présenté par la commission en mai 2017, ou encore la « Résolution du Parlement européen sur la capacité budgétaire de la zone euro » de P. Bérès & R. Böge de février 2017), sans oublier les diverses contributions émanant des milieux académiques, du secteur privé, des *think tanks* ou même du FMI.

Sans revenir dans le détail sur toutes ces contributions, il est utile de mettre en exergue leurs principales préconisations de réforme du volet économique de l'UEM : (i) L'optimisation des procédures de surveillance, moins soumises aux pressions intergouvernementales ; (ii) La nécessité de dégager une orientation commune de politique économique (le « fiscal stance » face au « monetary stance ») ; (iii) La mise en place d'un instrument spécifique de pilotage et de stabilisation économique complétant l'action contracyclique des États membres ; (iv) des procédures formalisées de gestion des crises ; (v) Une représentation commune de la zone euro dans les enceintes internationales pour les sujets relevant de sa pertinence.

L'exercice de ces nouvelles compétences entraîneraient un profond changement de nature de la coordination économique, d'un modèle intergouvernemental à un modèle plus fédéral. Il supposerait au minimum la création d'un budget spécifique de la zone euro doté d'objectifs, d'une gouvernance et de ressources propres, ainsi que la mise en place d'une réelle autorité économique, c'est-à-dire le renforcement du rôle de l'Eurogroupe et l'élargissement de ses prérogatives, aujourd'hui confinées pour l'essentiel à la représentation et à la coordination. Le règlement du PSC devrait aussi être modifié pour que les États de la zone euro disposent de leurs propres règles de coordination (lesquelles concernent aujourd'hui tous les pays de l'UE). Dans la même logique, le parlement européen, s'agissant des questions

---

17 Ainsi, le 26 avril 2023, le ministre allemand Christian Lindner déclarait que les propositions de la Commission « ne répondaient pas aux exigences de l'Allemagne », alors le ministre français Bruno Le Maire se disait fermement opposé à toute règle automatique (comme celle obligeant par exemple un État à réduire son déficit de 0,5 % lorsqu'il est supérieur à 3 %).

relatives au *Policy-mix* de la zone euro, devrait pouvoir délibérer et éventuellement voter en formation « zone euro ».

Il ne faut pas minimiser les conditions institutionnelles à la mise en œuvre de ce modèle de coordination économique, lui-même préalable à la mise en œuvre d'un *Policy-mix* plus cohérent et équilibré que celui en vigueur depuis l'entrée dans l'UEM. À cet égard, il est peu probable que la voie de la « Coopération renforcée » évoquée par la Commission dans son *Livre blanc* de mars 2017 puisse intégrer tous les éléments d'une refonte du volet économique de l'UEM. La méthode intergouvernementale utilisée avec succès à l'occasion de la création du MES en 2012, par exemple, est sans doute envisageable pour renforcer le rôle de l'Eurogroupe<sup>18</sup>, mais elle n'autorise pas la création d'un budget spécifique de la zone euro, laquelle supposerait de réviser les Traités, selon des modalités à déterminer<sup>19</sup>.

Face aux crises, les autorités européennes ont jusqu'à présent toujours trouvé les solutions d'urgence (comme la création du MES ou plus récemment le lancement du programme *NGEU*). Mais ces avancées décisives relèvent davantage d'expédients que de solutions pérennes. Or l'Europe et la zone euro seront inévitablement confrontées dans l'avenir à d'autres crises graves, liées notamment à la transition climatique et énergétique, dans un contexte d'instabilité géopolitique croissante, alors que les finances publiques des États membres disposent de marges de manœuvre réduites et qu'il n'existe à ce stade aucun consensus en faveur d'une extension de capacités budgétaires fédérales.

La BCE apparaît aujourd'hui, à défaut, comme la seule institution européenne apte à internaliser par son action les externalités liées aux politiques des États-membres, dans un rôle d'assureur en dernier ressort de l'UEM à la limite de son mandat et de ses prérogatives institutionnelles. En l'absence d'un véritable interlocuteur économique fédéral, le *Policy-mix* de la zone euro restera peu lisible et instable, susceptible de basculer au gré des événements d'une dominance budgétaire à une dominance monétaire.

*If there is a need, there is a will.* Là est bien la question, car si la révision des Traités fondateurs est incontestablement un chantier lourd et complexe, le principal obstacle à une réforme en profondeur de la gouvernance économique de la zone euro réside en premier lieu dans l'absence de convergence des positions des États-membres et de volonté politique commune, alors que les instances européennes semblent s'être résignées à un *statu quo* intrinsèquement instable.

## • Références

Banque Centrale Européenne. 2003. *Rapport Annuel*, Francfort.

Banque centrale européenne. 2022. *L'instrument de protection de la transmission*, Communiqué de presse, 27 juillet.

Bini Smaghi L. 2010. « Ten Years from Now : How Will the Euro Area Be? » *Revue d'économie financière*, n°96, pp. 63-69.

Blanchard O. 2021. « Why low interest rates force us to revisit the scope and role of fiscal policy : 45 takeaways », *Blog – Peterson Institute for International Economics*, December.

Delors J. 2003. « L'État de l'Union européenne », Discours – cinquantième anniversaire.

<sup>18</sup> Rien n'interdit par exemple selon le protocole 14 du TUE Le cumul des fonctions de Commissaire économique et de Président de l'Eurogroupe.

<sup>19</sup> La procédure ordinaire (Art.48 du TUE) est a priori plus lourde mais peut être adoptée après un vote à la majorité simple, alors que la procédure simplifiée (Art.48.6 du TUE) suppose l'unanimité.

saire de l'Agence Europe.

- Diev P. et al. 2021. « What explains the persistent weakness of euro area inflation since 2013 », *Bulletin de la Banque de France*, n°234/7.
- Drumetz F. & Pfister C. 2022. « De quoi la MMT est-elle le nom ? » *Revue française d'économie*, vol. 36, n°2, pp.39- 62.
- Eisl A. 2022. « Une refonte du cadre budgétaire européen ? », *Décryptage*, Institut Jacques Delors- Notre Europe, novembre.
- EU Commission. 2022. *Communication on the orientations for a reform of the EU economic governance reform framework*, COM (2022) 583.
- EU Commission. 2023. « Enhancing the Ability of Public Finances to Ensure Macroeconomic Stability », *Quarterly Report on the Euro area*, vol. 21.
- EU Commission. 2023. *New economic governance for the future, proposal for a new regulation*, 26 avril
- European Central Bank. 2021. « Monetary-Fiscal Policy Interactions in the Euro Area », *Occasional Paper*, n°276.
- Fatton H. & Ponton C. 2021. « Emergency measures in Europe during the Covid-19 crisis », *Trésor-éco* n°289. t.
- Issing O. 2006. The Euro, a currency without a State « , *BIS Review*, n° 23.
- Jaillet P. & Pfister C. 2022. « Better Fiscal Rules for a More Integrated EMU », *Inter-economics – Review of European Economic Policy*, vol.57, n° 6, pp.377-393.
- Jaillet P. & Pfister C. 2022. « Réformer le cadre budgétaire européen ne suffira pas », *Variances*, ENSAE Alumni, décembre.
- Kempf H. 2019. « L'économie des unions monétaires – institutions et politiques », *Economica*.
- Reis R. 2022. « The burst of high inflation in 2021-2022: how and why did we get here? » *BIS Working Papers*, n° 1060.

Directeur de la publication : Sébastien Maillard •  
La reproduction en totalité ou par extraits de cette contribution est autorisée à la double condition de ne pas en dénaturer le sens et d'en mentionner la source • Les opinions exprimées n'engagent que la responsabilité de leur(s) auteur(s) •  
L'Institut Jacques Delors ne saurait être rendu responsable de l'utilisation par un tiers de cette contribution • Version originale • Edition : Anne-Julia Manaranche • © Institut Jacques Delors

#### Institut Jacques Delors

Penser l'Europe • Thinking Europe • Europa Denken  
18 rue de Londres 75009 Paris, France • [www.delorsinstitute.eu](http://www.delorsinstitute.eu)  
T +33 (0)1 44 58 97 97 • [info@delorsinstitute.eu](mailto:info@delorsinstitute.eu)



This project is funded by the European Commission's Citizens, Equality, Rights and Values Programme (CERV) under project number 101104850 – IJD 2023.