



# Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

**Stéphane Cossé\***

*\* Maître de conférences  
à Sciences Po Paris,  
ancien Senior Economist  
au FMI*

**L**a révélation, fin novembre 2009, des chiffres réels des finances publiques grecques a provoqué une crise de confiance très grave dans la zone euro. Pour la première fois depuis la création de l'Union économique et monétaire, un Etat membre s'est retrouvé en de telles difficultés économiques et financières que les marchés ont remonté massivement leurs taux d'intérêt et qu'il a été fait appel au Fonds monétaire international (FMI) et aux autres pays de la zone euro pour le secourir.

La Grèce est loin d'être la seule à se trouver dans une situation économique et financière inquiétante. D'autres pays, comme le Portugal ou l'Espagne, sont perçus par les marchés comme faisant face à une situation macroéconomique fragile à court terme. A l'inverse, d'autres Etats membres de la zone euro, à commencer par l'Allemagne, bénéficient d'une image très positive auprès des marchés, fondée en particulier sur leur compétitivité. Ces divergences macroéconomiques soulèvent un problème structurel au sein de la zone euro.

Les pays de la zone euro, qui ne peuvent plus compter sur les taux de change pour corriger leurs déséquilibres en matière de compétitivité, ne peuvent s'ignorer les uns les autres. Disposer d'une monnaie commune implique de rechercher collectivement des solutions coordonnées. Il en va de la survie de celle-ci.

Le plan de sauvetage de la Grèce mis en place, tout comme le plan d'aide à la zone euro annoncé à hauteur de 750 milliards d'euros, constituent tous deux, à ce titre, une solution à court terme, mais sans être une réponse à la crise durable de la zone. C'est pourquoi il est urgent de réfléchir à des solutions de moyen et long termes répondant au besoin d'une meilleure coordination entre pays membres de la zone euro.



Pour une meilleure  
gouvernance de  
la zone euro

## LA CRISE DE LA DETTE PUBLIQUE GRECQUE EST LE REVELATEUR D'UN MALAISE PROFOND AU SEIN DE LA ZONE EURO

### *Cette crise fragilise l'ensemble de la zone euro, en révélant une divergence entre deux modèles de croissance économique*

D'abord, premier constat, l'appartenance à la zone euro n'est pas un certificat de garantie. Les créanciers considèrent qu'il existe un risque de défaut d'un Etat de la zone euro. Au même titre que l'Etat fédéral américain n'interviendra pas nécessairement pour éviter un défaut de paiement de l'Etat californien, un Etat de la zone euro ne sera pas sorti d'affaire par sa seule appartenance à une Union monétaire. Dans ce contexte, au-delà de la Grèce, nombre de pays membres de la zone euro peuvent se retrouver dans une situation fragilisée.

A travers cette crise, la zone euro semble de fait se scinder en deux groupes, les pays « vertueux » et les pays « laxistes ». Les pays « vertueux » sont principalement l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche, le Luxembourg et, dans une moindre mesure, la Belgique. Leur croissance est centrée sur la production et l'exportation, avec des excédents de balance courante élevés. Ces pays ont adopté un modèle de désinflation compétitive.

L'autre groupe fonde sa croissance sur la consommation, avec des déficits significatifs de balance courante, comme en France ou en Italie, ou considérables comme en Espagne, au Portugal, en Irlande et en Grèce.

La surévaluation de l'euro a longtemps témoigné de la confiance des marchés dans le modèle vertueux. L'euro est allé jusqu'à dépasser 1,50 dollar alors que sa « valeur d'équilibre » est estimée entre 1,15 et 1,20 dollar. La politique de la Banque centrale européenne (BCE) a contribué à renforcer la valeur de l'euro et la confiance des investisseurs en maintenant la maîtrise de l'inflation comme objectif cardinal de la politique monétaire<sup>1</sup>. L'actuelle correction de l'euro reflète la réappréciation des marchés face à l'existence de deux modèles « vertueux » et « laxiste ».

### *Sans effort de coordination économique, l'opposition entre ces deux modèles met en péril la zone euro*

Pour certains économistes, la zone euro serait donc sur le point d'imploser. Selon Jean-Jacques Rosa, par exemple, la zone euro n'est pas, selon la théorie des unions

1. D'autres facteurs ont pu expliquer la surévaluation de l'euro, comme le souhait implicite de la Chine de faire de l'euro une autre monnaie de réserve internationale.



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

monétaires, une « zone monétaire optimale », au sens de Mundell, c'est-à-dire avec :

- une mobilité des facteurs de production, une flexibilité des prix et des salaires facilitant les ajustements nécessaires en cas de divergences entre régions de la zone et de chocs asymétriques,
- ou des mécanismes de transfert de revenus entre Etats, de stabilisation budgétaire, pouvant pallier ces divergences,
- ou encore des préférences de politique économique homogènes, une similitude des structures économiques, des taux d'inflation, un parallélisme des conjonctures, permettant de prévenir de telles divergences.

Pour d'autres, opposer pays « vertueux » et « laxistes » n'est pas pertinent. Les interdépendances économiques ont atteint un stade où le retour en arrière n'est plus possible. Même si elle n'est pas optimale, la zone euro est une économie intégrée : les excédents de balance courante sont largement les déficits des autres. 44 % des exportations de l'Allemagne se font dans la zone euro et 63 % au sein de l'Union européenne. L'Allemagne profite du « laxisme » de ses partenaires commerciaux. Par ailleurs, les pays non vertueux bénéficient des taux bas que permet le modèle allemand et de la confiance accordée par les investisseurs à la BCE. A l'inverse, en l'absence de reprise de la demande intérieure en Allemagne, les pays « laxistes » ne peuvent évoluer. De même que sans effort d'épargne des pays « laxistes », l'Allemagne n'est pas prête à financer les déficits budgétaires et courants.

Ces thèses se rejoignent pour constater que la crise de la zone euro est bien le reflet d'un manque de coordination macroéconomique. Celui-ci n'est pas apparu flagrant tant que les déséquilibres n'étaient pas trop divergents. C'est pourquoi l'enseignement majeur de cette crise est qu'il faut renforcer la coordination des politiques économiques, *via* des instruments d'action communs. A défaut, ce serait l'existence même de la zone euro qui serait remise en cause.

### ***Le débat rigueur vs solidarité est un faux débat : en réalité, les arguments des deux camps sont fondés***

Face à deux modèles de croissance, les métaphores (conflit de la cigale et de la fourmi) ont été nombreuses pour décrire les ajustements nécessaires entre les pays considérés comme expansionnistes et les pays qui se font les apôtres de la rigueur et du Pacte de stabilité, l'Allemagne en tête. Pour l'Allemagne notamment, il faudrait avant tout respecter les règles d'orthodoxie budgétaire (c'est-à-dire principalement la règle du *no bail out* : article 123-1 du traité de Lisbonne) et ne pas récompenser les pays « laxistes »



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

en leur accordant des aides dès qu'ils sont en faute. A cela s'ajoute la question classique de l'aléa moral (*moral hazard*). L'Allemagne se fonde également sur des arguments politiques : ne pas payer pour les autres, et notamment les « pays du Club Med », était une des promesses faites aux Allemands pour qu'ils consentent à renoncer au Deutsche Mark lors de la création de l'Union économique et monétaire (UEM).

Au contraire, pour les pays « laxistes », il faut, comme le prône la France, garantir en priorité une solidarité forte au sein de la zone euro. A ce titre, l'option ultime – l'exclusion forcée de la zone euro – aurait un impact effectivement dommageable. D'abord pour le pays concerné qui devrait faire face à une chute de son niveau de vie très significative. Mais aussi pour tous les Etats membres, qui devraient faire face à un risque de contagion élevé et de spirale incontrôlable. Jean-Claude Trichet résume cela en jugeant « *absurde* » une exclusion forcée de la zone euro.

Tous ces arguments sont vrais : il n'est pas normal de sortir d'affaire un ou des pays au nom exclusivement de l'aléa moral, mais les coûts de ne rien faire sont plus élevés que ceux de venir en aide à un pays. C'est d'ailleurs le discours qu'a tenu Dominique Strauss-Kahn aux Allemands. Ces derniers s'y sont rangés, Angela Merkel faisant maintenant de la solidarité l'un des piliers des « valeurs » de la zone euro.

### *La situation effective des banques européennes reste mal connue*

Le déclencheur réel du plan de sauvetage a été le grippage des marchés le 7 mai 2010, qui indiquait la possibilité d'une panique la semaine suivante, comme l'a indiqué Nicolas Véron dans une note publiée par le think tank Bruegel.<sup>2</sup> Les banques européennes sont fragiles, mais l'on ne sait pas où est le maillon faible dans le système. Le défi bancaire est bien là. Mais il est malheureusement trop mal connu.

**LE PLAN D'AIDE A LA ZONE EURO EST UNE SOLUTION  
QUI DONNE SATISFACTION A COURT TERME, MAIS EST LOIN  
TOUTEFOIS D'ETRE PARFAITE**

L'Union européenne a annoncé le 10 mai 2010, à la suite d'un plan de sauvetage à la Grèce, la mise en place d'un fonds de stabilisation de 750 milliards d'euros :

---

2. Nicolas Véron, *EU inaction on banks grows ever costlier*, Bruegel, mai 2010.



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

- 60 milliards pris sur le budget de l'Union européenne destinés au « fonds européen d'aide à la balance des paiements », mobilisable immédiatement dans le cas où un pays serait en difficulté ;
- 440 milliards seront garantis par les Etats membres de la zone euro et certains autres Etats membres de l'Union européenne (Pologne et Suède, mais pas Royaume-Uni) ; ils pourront prendre la forme de garanties ou de prêts bilatéraux. Ce fonds est prévu *a priori* pour trois ans ;
- 250 milliards seront garantis par le FMI sous forme de prêts.

Aucune de ces sommes ne sera provisionnée dès maintenant. Cela se fera uniquement en cas de besoin.

En termes de gouvernance européenne, ce plan est toutefois loin d'être parfait. Le déclenchement de l'ensemble de ces aides sera soumis à de fortes conditions encore inconnues pour l'instant, même si elles devraient être calquées sur les conditions exigées par le FMI lors de ses prêts. Complexe, il reste pour la plus grande partie d'ordre intergouvernemental. Au total, ce plan n'est pas une solution de long terme de règlement des problèmes de la zone euro. En témoigne l'instabilité des marchés depuis l'annonce du plan.

De plus, les pays « laxistes » ont tous annoncé à peu de temps d'intervalle la mise en place de plans de rigueur pour les années à venir, montrant ainsi leur volonté de se rapprocher d'un modèle vertueux. L'Allemagne a fait de même en annonçant un plan ambitieux d'ajustement de 80 milliards d'euros sur trois ans. Une fois de plus, toutes ces annonces ont eu lieu sans coordination, or une gradation dans les plans de rigueur aurait été en réalité primordiale sous peine de risque déflationniste accru en cas de chute prononcée de la consommation. Et il ne faudrait pas que seuls les contribuables et les fonctionnaires fassent les frais des plans d'ajustement.

Enfin, rien n'a été annoncé pour faire face au défi bancaire. Les dirigeants politiques semblent sous influence de leur communauté bancaire nationale. La zone euro ne doit-elle pas conduire au minimum des *stress tests*, comme l'ont fait les Etats-Unis ? « *La remise en état du système bancaire est devenue aussi urgente que l'ajustement budgétaire* », selon Nicolas Véron.<sup>3</sup>

Le constat est donc là : la zone euro doit se doter des moyens politiques adaptés à ses ambitions.

---

3. Nicolas Véron, *op.cit.*, p. 2.



Pour une meilleure  
gouvernance de  
la zone euro

## LA SURVIE DE LA ZONE EURO DEPEND DONC DE SA CAPACITE A TROUVER DES SOLUTIONS A MOYEN TERME

### *Créer un Conseil économique et financier de la zone euro*

La zone euro, et non l'Union européenne, est le bon échelon coopératif ; l'euro n'est pas la monnaie de l'Union européenne. Transférer la souveraineté monétaire d'un pays à une Banque centrale commune sans lui adosser un pouvoir politique assez puissant pour conduire une politique économique commune n'est pas suffisant. La Banque centrale européenne (vouée aux gémonies, faut-il le rappeler, au début du mandat de Nicolas Sarkozy) ne peut à elle seule incarner, par défaut d'autres institutions fédératrices, la gestion économique d'une zone monétaire. Une institution coopérative doit être en mesure d'assurer une articulation pertinente des politiques monétaires et budgétaires, de coordonner des politiques budgétaires nationales et de susciter l'émergence d'un budget européen, susceptible de porter les initiatives de soutien à l'activité.

L'Eurogroupe, qui réunit les ministres des Finances de la zone euro, joue, à ce stade, un rôle politique trop faible. C'est pourquoi il est nécessaire de créer un Conseil économique et financier de la zone euro, qui se réunirait à intervalles réguliers, non pas seulement au niveau ministériel mais à celui des chefs d'Etat et de gouvernement. Il sera techniquement appuyé par les services de la Commission et présidé par le président du Conseil. Le rôle de ce Conseil économique et financier sera de veiller au respect des critères fixés par le Pacte de stabilité et de croissance, mais aussi d'exercer une coordination effective de la politique économique. Par exemple, le solde des échanges de biens et services devra devenir un indicateur clef. Il pourra mettre en œuvre, en tant que de besoin, des initiatives budgétaires contracycliques et élaborer le sauvetage d'un pays défaillant au sein de la zone. Le Conseil devra également mettre en partage les orientations de politique économique avec la BCE (comme le font certains gouvernements avec leur Banque centrale, au Royaume-Uni notamment).

Il faut noter que, compte tenu des risques d'endettement privé excessifs, il serait important que la BCE soit dotée d'un objectif en matière d'inflation des actifs patrimoniaux pour lutter contre les bulles spéculatives et, en complément des taux d'intérêt, puisse moduler les exigences de capitaux propres des banques. Il faudrait sans doute que la BCE soit dotée d'un pouvoir d'intervention et de surveillance lui permettant de détecter de tels déséquilibres financiers et de lutter contre eux de manière plus ciblée, les bulles spéculatives ne concernant généralement pas tous les actifs simultanément.



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

Pour donner du sens aux décisions de ce Conseil économique et financier, il serait de plus essentiel d'instaurer un poste de « ministre des Finances de la zone euro », nommé par les chefs d'Etat et de gouvernement. Ce ministre devrait être l'interlocuteur privilégié du président de la BCE, des instances européennes (Commission européenne, Parlement européen, Banque européenne d'investissement), internationales (FMI), voire nationales. Il serait le gestionnaire du futur Trésor européen en charge des émissions publiques. Personnalité qu'il faut espérer forte, il coordonnerait ainsi l'impulsion politique, incarnerait les bases d'une zone monétaire optimale et ferait office de porte-parole auprès des médias. Son action se conjuguerait à celle des ministres des Finances nationaux qui auront déjà fort à faire pour remettre leurs propres finances publiques en ordre. Il aurait, enfin, pour mission de faire toute proposition pour amplifier les politiques de compétitivité (économie de la connaissance et innovation), dont la responsabilité incombe à l'Union européenne, afin de favoriser le retour à la croissance. A l'instar de la vice-présidence de la Commission chargée de l'Union politique, cette personnalité pourrait être vice-président de la Commission et Haut représentant pour la zone euro.

### *Puis mettre en place de nouveaux outils de coordination économique au sein de la zone euro*

Trois types d'outils distincts pourraient être mis en place : les mécanismes de soutien mutuel à vocation conjoncturelle, essentiellement budgétaire, les mécanismes visant à mutualiser la dette publique et la mutualisation budgétaire au niveau européen.

A ce titre, l'appel de Jean-Claude Trichet à mettre en place une « fédération budgétaire », sous forme de coordination et de contrôle des politiques de finances publiques, est certes ambitieux, mais reste encore flou sur les contours concrets d'une telle « fédération ».

### *Mettre en place des mécanismes de soutien conjoncturel*

- Création d'un Fonds monétaire européen (FME)

L'idée est de créer un fonds de solidarité commun qui serait dans la continuité logique du plan d'aide à la zone euro mis en place pour trois ans. Le FME deviendrait prêteur en dernier ressort aux pays en difficulté. Il fournirait une aide financière, mais uniquement dans les cas d'urgence qui mettraient en péril la stabilité de la zone euro. Le FME serait aussi chargé de mettre en place des sanctions renforcées (amendes, suspension des droits de vote, voire exclusion de la zone euro), limitant l'aléa moral.



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

Une nouvelle institution n'est pas en soi nécessaire : avec l'appui des instances européennes existantes, une ligne de crédit mobilisable à tout moment, fonctionnant sur des critères clairs d'activation, pourrait jouer un rôle similaire. Le FME pourrait être financé par les Etats membres de la zone euro proportionnellement à leur capital à la BCE ou aurait la possibilité d'emprunter sur les marchés en toute urgence.<sup>4</sup>

Le FME serait un pas vers une plus grande intégration au sein de la zone euro, mais ne réglerait pas, sans par exemple l'appui du Conseil de la politique économique, les déséquilibres coopératifs au sein de la zone euro entre les pays à forts excédents/déficits courants.

- Mise en place d'un Fonds de stabilisation conjoncturelle

La crise en cours et l'absence de relance coordonnée en Europe le montrent : il serait nécessaire de donner les moyens budgétaires à la zone euro de jouer sur la durée un rôle contracyclique par la mise en place d'un Fonds de stabilisation conjoncturelle. Ce Fonds pourrait être mis en place après la sortie de crise en phase haute du cycle économique. Les recettes fiscales accumulées en phase de forte croissance permettraient de constituer les ressources du Fonds. Dans l'idéal, la constitution de ce Fonds devra relever d'un impôt européen lié à l'activité, comme par exemple une fraction de l'impôt sur les sociétés harmonisé.

### *Mutualiser les émissions obligataires souveraines au sein de la zone euro*<sup>5</sup>

Il s'agirait de mettre en place un dispositif de gestion globale des émissions d'obligations de chaque Etat, qui permettrait de tirer vers le bas les taux d'emprunt des pays qui actuellement subissent des taux élevés. Pour mener à bien ce dispositif, une Agence européenne de la dette (AED, ou un Trésor commun à la zone euro)<sup>6</sup> serait créée. Son rôle serait de « communautariser » la dette des pays membres de la zone euro, en reprenant les titres actuels de la dette et en en émettant de nouveaux. Les taux d'intérêt resteraient différents en fonction de la solvabilité de chaque Etat membre pour la dette existante, mais il n'y aurait qu'un taux unique pour les nouveaux emprunts.

4. La proposition de Daniel Gros et Thomas Meyer (Centre for European Policy Studies) de faire financer le Fonds par une contribution exclusive des pays de la zone euro qui sont au-delà des critères établis par le Pacte de stabilité à partir de 2016 paraît trop lointaine. La contribution au Fonds remplacerait les amendes actuellement mises en place en cas de transgression du Pacte.

5. Proposition entre autres de Jean-Claude Juncker.

6. Proposition entre autres de l'ancien Premier ministre belge, Yves Leterme, dont, pour rappel, le pays assurera la présidence de l'Union européenne au second semestre 2010.



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

A long terme, il y aurait donc une uniformisation sur toute la zone euro, et donc une garantie mutuelle de chaque Etat. L'AED aurait pour avantage de rendre plus visible le système financier européen. Certains grands projets européens pourraient être financés par l'AED. Cela pourrait alors lui donner directement un rôle à jouer dans le cadre d'une politique budgétaire contracyclique.

Cette idée ne peut fonctionner que si le Pacte de stabilité et la coordination de la politique économique, et donc la maîtrise commune des capacités d'emprunt des Etats, sont effectivement mis en œuvre. Des alternatives moins « maximalistes » peuvent être envisagées comme mutualiser seulement partiellement les émissions d'obligations (à hauteur d'un tiers ou de la moitié, par exemple)<sup>7</sup>.

### *Mutualiser le budget européen*

La mutualisation budgétaire, de fait le renforcement du fédéralisme fiscal, conduit à un rapprochement des politiques économiques et diminue le risque de divergence des modèles de croissance. Il faut noter toutefois que cette option inclut l'ensemble des Etats membres de l'Union européenne (elle ne peut être mise en œuvre dans un cadre de coopération renforcée – voir ci-dessous).

- Augmentation du budget européen

Le début des négociations pour le budget 2014-2020 aura lieu en 2010. Il serait opportun de l'augmenter, alors qu'il ne représente actuellement qu'environ 1 % du PIB européen. L'une des pistes envisagées serait la création d'un impôt direct pour augmenter le budget à hauteur, par exemple, de 5 % du PIB européen.

Au-delà, c'est au dumping fiscal entre les Etats membres qui aboutit à une baisse de la fiscalité sur les entreprises toujours plus forte qu'il faut mettre fin.

- Solution de la péréquation fiscale<sup>8</sup>

Il s'agirait de mettre en place un dispositif similaire à celui qui existe en Allemagne dans les Länder : 25 % des recettes de TVA des Länder sont centralisés et redistribués

7. L'Institut Montaigne propose pour sa part d'émettre des « Eurobonds », qui consisteraient à mettre en place des investissements communs, dans un premier temps entre la France et l'Allemagne, avec possibilité de coupler les politiques fiscales des deux pays, au moins dans certains cas (surtout l'impôt sur les sociétés). Les Eurobonds seraient financés à travers la récupération d'une partie des recettes fiscales des Etats avec une garantie de solidarité mise en place en cas de défaut d'un des Etats. Le but à terme est de remplacer le Pacte de solidarité et de croissance. L'Eurobond présente l'avantage de limiter les chocs asymétriques.

8. Proposée par Sylvain Broyer et Costa Brunner, économistes chez Natixis, dans « Que coûterait le fédéralisme fiscal à la zone euro ? », *Flash Economie*, 2 février 2010.



Pour une meilleure  
gouvernance de  
la zone euro

aux Länder où les recettes fiscales par habitant sont en dessous de la moyenne nationale. Au niveau de l'Union européenne, il pourrait y avoir un transfert de TVA, sous condition, d'environ 200 milliards d'euros (2,1 % du PIB de l'Union, dont 150 milliards équivalent à 25 % des recettes de TVA) au bénéfice des pays en dessous de la moyenne européenne (actuellement Espagne, Grèce, Portugal, Slovénie, Slovaquie, Chypre et Malte).

L'avantage principal est de créer une synergie qui aboutirait à une convergence des prix et une croissance plus forte, avec des taux d'intérêt qui se rapprocheraient les uns des autres.

#### **POUR METTRE EN PLACE CES SOLUTIONS, LE RECOURS A LA COOPERATION RENFORCEE SEMBLE L'APPROCHE LA PLUS SOUHAITABLE**

Réformer le traité de Lisbonne nécessite de rouvrir un processus de ratification qui peut s'avérer d'autant plus chaotique que onze pays de l'Union européenne ne font pas partie de la zone euro. Il serait préférable de trouver d'autres solutions qui ne nécessitent pas de modifications institutionnelles de l'Union européenne, au moins pas à court terme. La coopération renforcée n'est-elle pas dès lors la solution la plus appropriée ?

Ce dispositif existait déjà dans les traités antérieurs, mais il a acquis une place plus importante parmi les mécanismes de fonctionnement de l'Union européenne grâce au traité de Lisbonne. La coopération renforcée permet à neuf Etats membres au minimum de mettre en place des actions dans un domaine particulier, sans passer ni par une réforme juridique des traités ni par l'obtention de l'accord des 27 Etats membres. Cela donne une souplesse indéniable au fonctionnement encore en gestation de la zone euro. C'est ce cadre des coopérations renforcées qui paraît le plus adapté à la mise en place de mécanismes de coordination en matière de politique économique.

#### **ENFIN, LA CRISE DE LA DETTE GRECQUE A MONTRE UNE FOIS DE PLUS LA NECESSITE DE REGULER LES MARCHES FINANCIERS**

Rien ne justifie la spéculation sur le risque de défaut des emprunts souverains. L'Allemagne a légitimement interdit les instruments CDS (*Credit Default Swaps*) à



## Pour une meilleure gouvernance de la zone euro

découvert. Mais il est dommage qu'elle l'ait fait unilatéralement. Les CDS sont en soi une anomalie puisqu'ils constituent un marché secondaire sur un risque de défaut. Or les écarts de taux d'intérêt ont normalement pour vocation d'évaluer le risque de défaut. Les dérivés de CDS ne répondent donc à aucune rationalité. Comme l'ont suggéré Paris et Berlin, sans pour autant agir, il faut créer une chambre de compensation pour suivre les transactions sur les CDS et limiter les risques de fraude. En outre, la Commission européenne devrait aussi enquêter sur les dysfonctionnements de marché sur les transactions sur CDS et sur les conflits d'intérêt des banques d'investissement (à l'instar de Goldman Sachs, à la fois conseil du gouvernement grec et investisseur sur le marché de titres souverains).

Dans ce même esprit, la question de la réforme du marché de notation des dettes souveraines mérite d'être examinée. Le marché de notation actuellement est divisé entre trois grandes agences (Fitch, Standard & Poor's et Moody's) qui ont un pouvoir non proportionné à la qualité de ce qu'elles font (inefficacité lors de la crise des *subprimes* et peu de visibilité sur les comptes publics grecs). L'évolution de leur notation joue un effet d'entraînement sur la spéculation particulièrement nuisible (un taux d'intérêt excessif exigé d'un Etat a une répercussion directe sur ce qui sera demandé en plus aux contribuables). Le règlement européen, adopté en décembre 2009, obligeant toute agence de notation sur le sol européen à obtenir un agrément auprès des instances communautaires<sup>9</sup> ne suffit-il pas ? Le système de notation ne devrait-il pas relever des pouvoirs publics, à travers des Cours des comptes indépendantes ? Ou peut-on imaginer la création d'une agence européenne, sous la tutelle de la BCE, dont l'indépendance est reconnue par tous, qui ne serait chargée que de noter les dettes des Etats ?

## CONCLUSION

L'Union européenne et la zone euro traversent une crise de grande ampleur, certes liée à la crise financière qui touche toute l'économie mondiale, mais qui est aussi due à un manque d'efficacité et d'ambition de ses institutions. Sans oublier que l'euro n'est pas la monnaie uniquement de la France et de l'Allemagne et qu'il faut tenir compte des petits pays, le couple franco-allemand reste *a priori* un moteur majeur dans la construction européenne. Laisser s'agrandir les divergences que la crise grecque a pu

---

9. La procédure commence en juin 2010.



Pour une meilleure  
gouvernance de  
la zone euro

mettre en évidence entre les deux Etats porterait grandement préjudice à la vision économique et politique d'une Europe intégrée. Il est urgent de concevoir enfin concrètement comment la zone euro peut mettre en place un véritable gouvernement économique. C'est une décision que la crise nous impose de prendre dans les meilleurs délais.