

Les trilemmes de la zone euro

Meixing Dai* et Moïse Sidiropoulos*

Il est bien connu en théorie de la macroéconomie monétaire internationale qu'une petite économie ouverte est confrontée au triangle d'incompatibilité de Mundell, à savoir, un pays ne peut avoir à la fois la mobilité parfaite des capitaux, l'autonomie de la politique monétaire et la fixité du taux de change. Deux de ces trois options peuvent être retenues à la fois. Pour échapper à ce triangle, sachant que la mobilité des capitaux est imposée par l'avènement du marché unique et le choix d'un régime de change quasi fixe est dicté par l'impérative d'assurer une meilleure convergence des prix au sein de l'Union européenne (UE), beaucoup de pays membres de l'UE ont décidé de franchir le pas vers la monnaie unique. Les faits récents ont montré qu'en adhérant à la monnaie unique, les pays membres de la zone euro se sont sortis du triangle de Mundell mais sont confrontés à de nouvelles trinités impossibles.

“Economists have bigger brains than ordinary mortals. Whereas most people are flummoxed by dilemmas, economists wrestle with trilemmas.” Edward Chancellor, le 6 novembre 2011, *Financial Times*.

La crise financière globale de 2007-2009 et la double crise bancaire et de la dette souveraine au sein de la zone euro de 2010-2012 ont révélé que les contraintes de la zone euro réduisent considérablement la possibilité des États membres de faire face aux conséquences macroéconomiques des crises financières. Pour sortir de la crise, l'Union économique et monétaire (UEM) européenne a dû renoncer à appliquer strictement certaines de ses règles. Mais cela ne suffit pas. En effet, l'UEM souffre d'un certain nombre de déficiences : les situations disparates en matière de croissance, de déficits et d'endettement publics, et les déséquilibres externes croissants des différents pays membres. Les réflexions récentes des économistes ont montré qu'il existe un certain nombre de trinités impossibles face auxquelles les décideurs politiques doivent faire un choix judicieux dans les réformes afin de réduire le risque de mettre en péril la zone euro.

A la différence des fédérations (pour la plupart d'entre elles), l'UEM est formée des pays qui ont une grande liberté en matière de politiques budgétaire, fiscale et sociale. L'entrée dans la zone euro permet aux petits pays européens d'échapper au fameux triangle d'incompatibilité ou trinité impossible formulé dans les années 1960 par l'économiste

américain Robert Mundell : on peut simultanément choisir seulement deux parmi les trois options, à savoir le régime de change fixes, la mobilité parfaite des capitaux et l'autonomie de la politique monétaire nationale¹.

En choisissant de construire une UEM sans avoir un gouvernement fédéral, la zone euro est confrontée à de multiples défis économiques et financiers. En tirant des leçons de l'Union monétaire latine et des expériences de succès et d'échecs des fédérations existantes, les décideurs politiques ont choisi d'imposer un certain nombre de contraintes pour rendre la zone euro stable sans savoir que ces contraintes pourraient déboucher sur des crises financières et économiques, mettant en péril la fondation de la zone euro.

Face aux défis révélés par les crises récentes et à relever par la zone euro, les économistes ont constaté un nombre important de contradictions entre les objectifs fixés par les

¹ Obstfeld et Taylor (1998) a nommé cette trinité « trilemme de l'économie ouverte ». Rodrik (2000) a formulé un trilemme modifié entre les économies nationales intégrées, la politique de masse et l'État-nation. Par contre, Rey (2013) considère qu'il existe seulement un dilemme au lieu de trilemme.

* Université de Strasbourg, CNRS, BETA UMR7522, F-67000 Strasbourg, France.

différentes institutions européennes et les gouvernements des États-membres. Pour mieux illustrer leurs propos, ils ont formulé plusieurs trinités impossibles concernant les relations entre la mobilité parfaite des capitaux, la politique monétaire commune indépendante, la souveraineté budgétaire et fiscale, la stabilité financière, les réformes structurelles ambitieuses, un état-providence généreux, parmi d'autres, et ils ont proposé des solutions en fonction des trilemmes. Cet article propose une revue de cette littérature².

Politique monétaire indépendante, souveraineté budgétaire et clause de non-renflouement

Au sein de l'UEM, la Banque centrale européenne (BCE) est chargée de mener la politique monétaire commune pour l'ensemble des pays de la zone euro indépendamment de toute autorité européenne et des gouvernements nationaux. Selon le statut de la BCE, son objectif principal est la stabilité des prix dans la zone euro. Elle ne peut soutenir la croissance que si l'inflation moyenne de la zone euro est maîtrisée. Étant donnée l'hétérogénéité des économies des pays membres, cette politique commune pourrait être trop expansionniste pour certains et trop restrictive pour d'autres. En plus, elle ne peut pas être coordonnée avec les politiques budgétaires qui sont censées être menées par les gouvernements nationaux de manière souveraine. Toutefois, cette souveraineté budgétaire est limitée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). A cette dernière s'ajoute la clause de non-renflouement qui stipule qu'un État membre ne devait pas secourir financièrement un autre alors que la BCE s'interdit de monétiser les dettes des États membres en les achetant sur le marché d'émission³.

Il existe une trinité impossible entre l'indépendance de la BCE, la souveraineté

budgétaire et la clause de non renflouement⁴. La clause de non-renflouement supprime l'aléa moral, qui pourrait apparaître lorsque l'assurance de renflouement par l'Union incite un État membre à accroître sa dette souveraine. Un tel comportement détruira tôt ou tard les fondements de l'UEM. Par conséquent, imposer une telle clause permet en théorie de laisser la souveraineté en matière de politique budgétaire aux États-membres. Cependant, la politique budgétaire a tendance à prendre en otage la politique monétaire si les déficits budgétaires et l'endettement public des États membres ne sont pas limités. Comme la récente crise de la dette souveraine l'a montré, la BCE ne pouvait pas refuser de jouer le rôle du prêteur en dernier ressort auprès des États membres surendettés au risque de faire éclater l'UEM. Cela fait perdre son indépendance. Bien que le PSC et la clause de non-renflouement aient pour objectif de rendre la zone euro stable, le non-respect du premier a pour conséquence que le respect du second augmente le risque de l'éclatement de la zone euro. En effet, la clause de non-renflouement implique que les risques sur les dettes souveraines sont différents et doivent se traduire par des taux d'intérêt différents dans l'UEM malgré la politique monétaire unique. Ceci réduit l'efficacité du mécanisme de transmission monétaire dans les pays dont le gouvernement est soumis à un risque d'insolvabilité. Brandissant les menaces de sortie de la zone euro, ces pays peuvent faire pression sur l'UEM pour renoncer à la clause de non-renflouement et abandonner l'indépendance de la BCE.

Il convient de noter que réaliser ces trois objectifs simultanément correspond aux trois désirs incompatibles de l'Allemagne qui insiste constamment pour que la zone euro soit préservée, avec un taux d'inflation faible tout en limitant ses contributions aux renflouements des pays membres en crise de la dette souveraine (Chancellor 2011).

Les contradictions soulevées ci-dessus pourraient être atténuées en réduisant les ambitions de chacun des trois objectifs. Par exemple, sur le plan de la politique monétaire, la BCE a été contrainte d'appliquer un « assouplissement quantitatif » en achetant massivement des obligations souveraines dans le but de protéger la zone euro contre les risques de déflation et de son éclatement. Sur le plan financier, le mécanisme européen de

² La réflexion sur les trinités impossibles intéresse particulièrement les banques centrales qui y sont souvent fortement impliquées. La Deutsche Bundesbank a lancé en 2015 le réseau de recherche sur la trinité avec la Sveriges Riksbank, la Banque du Canada et la Federal Reserve Bank of New York.

³ L'article 125 du Traité sur le fonctionnement de l'UE a rendu illégal le sauvetage d'un État-membre par les autres depuis sa version de 2007 (appelé aussi le Traité de Lisbon).

⁴ Voir parmi d'autres, Beck et Prinz (2012) qui ont discuté de manière détaillée cette trinité.

stabilité (MES), mis en place durant la crise de la zone euro, apporte une aide financière aux États surendettés fondée sur la stricte conditionnalité et la soutenabilité de la dette. Par ailleurs, en introduisant le Pacte pour l'euro, l'UEM oblige les États membres à améliorer leur compétitivité et leurs finances publiques par des réformes. Enfin, la création de l'union bancaire permet de casser la « boucle diabolique » (*diabolic loop*) selon la terminologie de Brunnermeier et al. (2011, 2016) entre la crise de la dette souveraine et la crise bancaire au niveau d'un pays membre de l'UEM. Malgré ces réformes, si les États membres n'abandonnent pas leur souveraineté budgétaire, il y a toujours un risque de crise pour l'UEM à long terme, impliquant que soit l'État membre en difficulté quitte la zone euro, soit des règles strictes applicables aux défaillances souveraines soient promulguées.

Mobilité des capitaux, stabilité financière et flexibilité de la politique budgétaire

Les dynamiques récentes caractérisant l'économie de la zone euro suggèrent l'existence d'un nouveau trilemme politique auquel sont confrontés les pays membres (Obstfeld (2013)). Il y a un arbitrage entre la libre circulation des capitaux, la stabilité financière et la flexibilité de la politique budgétaire. Il est impossible pour les pays membres de l'UEM de réaliser pleinement ces trois objectifs simultanément. Ce trilemme s'applique aussi bien à un pays individuel qu'à l'ensemble des pays d'une union. Des pays individuels peuvent avoir des difficultés pour financer des dépenses publiques contra-cycliques en cas de ralentissements économiques tout en assumant une intégration financière et une stabilité financière. Les investisseurs étrangers pourraient ne pas vouloir financer ces dépenses supplémentaires, ce qui entraînerait une hausse des taux d'intérêt et obligerait les gouvernements à mettre en œuvre des mesures d'austérité budgétaire afin de restaurer la confiance du marché.

Comme dans le trilemme précédent, il existe ici aussi un conflit sous-jacent entre la politique monétaire de la BCE indépendante et la politique budgétaire conduite de manière souveraine par les gouvernements nationaux. Comme les gouvernements partagent la même

monnaie, ils sont susceptibles de sur-utiliser la politique budgétaire qui est efficace pour stimuler l'économie nationale en cas de chocs négatifs idiosyncratiques dans un contexte d'une forte intégration financière. Cette sur-utilisation de l'instrument budgétaire pourrait conduire à une crise de surendettement de l'État et éventuellement à une crise bancaire⁵. A l'opposé, dans le cas d'une petite économie ouverte ayant sa propre monnaie, une telle politique risque de faire apprécier la monnaie nationale, annulant ainsi son effet stimulant.

Le problème est que les gouvernements ont ainsi une forte incitation à sur-utiliser les instruments budgétaires car les déséquilibres de la balance des paiements pourraient être temporairement masqués tant qu'ils ne poseraient pas de sérieux problèmes sur le plan macroéconomique. Pour assurer une discipline budgétaire et favoriser la coordination des politiques, des règles et des institutions ont été créées dans la zone euro. Mais il n'existe pas de mécanismes de pénalité qui empêchent définitivement les gouvernements nationaux de conduire la politique budgétaire dans une perspective de court terme incompatible avec la stabilité de l'économie nationale et de la zone euro à long terme.

Avant la crise de la zone euro, la BCE accepte de prendre en pension les dettes des pays membres sans distinction de leur origine et de leur risque, ce qui a endormi pendant un moment les opérateurs financiers et a favorisé la convergence des taux d'intérêt des pays membres jusqu'à la grande crise financière globale de 2008. Cette crise ainsi que la crise de la zone euro en 2010-2012 nous rappellent que les marchés financiers apprécient la discipline budgétaire, garant de la solvabilité des gouvernements nationaux. Lorsque la dette d'un pays atteint un niveau élevé, la liberté d'utiliser les instruments budgétaires pourrait être fortement limitée. Ceci est d'autant plus vrai si les marchés financiers sont en crise, la mobilité des capitaux forte, le budget de l'Union faible, et en l'absence d'une union bancaire permettant de couper le lien entre la crise bancaire et la crise de la dette souveraine au niveau national.

⁵ Dans ce sens, la trinité impossible formulée par Obstfeld (2013) est proche de celle formulée par Weidmann (2016), à savoir qu'il est impossible d'assurer à la fois la stabilité monétaire, financière et budgétaire.

Les interactions entre les marchés financiers et la politique budgétaire rendent difficile la coexistence de la liberté des flux de capitaux, de la stabilité financière et de l'indépendance budgétaire. Canale et al. (2018) ont trouvé empiriquement que les pays de la zone euro sont contraints par un tel trilemme, ce qui justifie la mise en œuvre d'une surveillance financière centralisée et de réformes budgétaires et monétaires afin de renforcer l'UEM.

Réformes structurelles pour sauvegarder les systèmes de protection sociale européens

La crise financière globale de 2008 et la crise de la zone euro de 2010-2012 ont élevé considérablement le niveau de dette publique dans beaucoup de pays membres de la zone euro. Cette situation a conduit l'UEM à renforcer la discipline budgétaire dans un contexte de croissance lente. Pour certains pays membres, il n'y a guère d'autre choix que de maintenir une politique budgétaire prudente et de mettre en place des mesures de réformes structurelles pour résorber les déséquilibres internes (chômage de masse persistant) et externes (déficits croissants de la balance courante).

Les mesures de réforme structurelles ont comme effet une dépréciation interne, qui se traduit par la dépréciation du capital humain via parfois la baisse des salaires nominaux. Ces mesures soulèvent des troubles sociaux à un moment où le modèle social européen est de plus en plus mis à rudes épreuves. Des régimes de protection sociale ont notamment connu des déficits importants à cause de la faiblesse de la croissance, ce qui induit un effet de ciseaux sur leur situation financière avec une cotisation en baisse et une dépense sociale en hausse. Le processus d'ajustement et de réforme introduit après la crise de la zone euro affecte considérablement la redistribution des revenus, ce qui pose des questions d'équité et implique qu'il est nécessaire de repenser les systèmes de protection sociale européens en conséquence. Toutefois, il est difficile de mettre en œuvre toutes les réformes nécessaires permettant aux pays membres en difficulté de retrouver une croissance vigoureuse ou encore de rendre leurs régimes de protection sociale moins sujets aux déficits chroniques.

Il existe donc une trinité impossible entre la conduite de politiques budgétaires saines, la mise en place de systèmes de protection sociale financièrement soutenables, et la poursuite des réformes structurelles peu ambitieuses qui entraîneront les économies de l'UEM dans un piège de la stagnation séculaire (Buti 2014). Une discipline budgétaire est incompatible avec le modèle social européen durablement viable sans entreprendre des réformes structurelles permettant de créer des emplois et de générer de la croissance pour financer ce modèle. Autrement dit, si l'on veut maintenir la discipline budgétaire sans des réformes structurelles de grande envergure, cela ne se fera qu'au prix d'un démantèlement, ou du moins d'une érosion progressive du modèle social européen, ce qui peut à terme saper la cohésion sociale et l'intégration européenne. Comme une réduction significative du niveau de protection sociale est difficilement acceptable sur le plan politique, la seule solution pour résoudre ce trilemme est de mener des réformes structurelles ambitieuses centrées sur la compétitivité pour retrouver une croissance forte et durable. Une croissance équilibrée dans les pays membres, indispensable pour la stabilité à long terme de la zone euro, nécessite une accélération des réformes non seulement dans les pays ayant connu des difficultés durant la récente crise de la dette souveraine mais aussi dans les pays moins vulnérables mais susceptibles de connaître des difficultés à moyen terme.

Inflation faible, dette publique élevée et faible compétitivité dans les pays vulnérables

Suite à la grande crise financière globale et jusqu'à la période suivant la crise de la zone euro, la plupart des économies de la zone euro sont confrontées à un niveau d'endettement public élevé et à un taux de croissance faible. En plus, du fait de la crise, le taux d'intérêt nominal compatible avec une croissance forte et un taux d'inflation correspondant à l'objectif de la BCE était largement en-dessous de zéro, ce que la BCE ne peut pas atteindre même si elle peut marginalement descendre le taux d'intérêt directeur à un niveau négatif. Ceci explique pourquoi, la zone euro ne peut pas réaliser une croissance forte et une inflation suffisamment élevée grâce uniquement aux stimulants monétaires conventionnels et non conventionnels.

La zone euro fait face à un défi fondamental pour soutenir la croissance et maîtriser les vulnérabilités macroéconomiques. Dans l'après-crise de la zone euro, beaucoup de pays membres ont connu une croissance réelle faible et un taux d'inflation bas, qui résultent en partie d'un réajustement inévitable des bilans du secteur privé afin de tirer les conséquences d'une crise financière aussi importante et pour rendre ces bilans conformes aux nouvelles régulations financières plus strictes. Cette croissance faible devient particulièrement préoccupante lorsque les économies doivent faire face à un surendettement important alors qu'un taux d'inflation faible implique une baisse limitée du taux d'intérêt réel.

En plus, ces pays doivent relever le défi de restaurer la compétitivité et rééquilibrer les comptes extérieurs. Sans retourner à une monnaie nationale, ce défi ne peut être relevé qu'en modifiant les prix relatifs dans la zone euro. Le rétablissement de la compétitivité dans les économies avec déficits courants nécessite une inflation plus élevée et une hausse de salaire nominal plus faibles que dans les pays excédentaires.

Les objectifs de rendre la dette soutenable et de rééquilibrage externe dans la zone euro peuvent entrer en conflit tant que l'inflation de la zone euro demeure bien en deçà de l'objectif d'inflation de 2 % de la BCE, qui est un seuil à ne pas franchir et qui est lui-même faible au regard des pratiques des banques centrales dans le monde. Le taux d'inflation moyen faible au niveau de la zone euro peut se traduire par une déflation dans certains pays périphériques vulnérables. Ce biais déflationniste affecterait négativement la dynamique de l'économie et celle de la dette publique dans la périphérie. Ce conflit est particulièrement aigu pour les pays très endettés de la zone euro, qui ont tendance à avoir des besoins d'ajustement plus importants en matière de compétitivité.

Ce conflit entre les objectifs politiques et les réalités économiques constitue une trinité impossible : les pays vulnérables de la zone euro ne peuvent pas réduire simultanément leur lourd fardeau de la dette et gagner en compétitivité dans un environnement où l'inflation moyenne de la zone euro reste faible (Buti 2014). Ou alternativement, il existe un conflit entre la stabilité des prix définie par la BCE, le rééquilibrage dans la

zone euro et les évolutions de la compétitivité non-coordonnées (Buti et Turrini 2017).

Ce trilemme appelle la BCE à trouver de nouveaux moyens d'intervention dans un contexte où le taux d'intérêt directeur est déjà négatif pour redresser le taux d'inflation moyen dans la zone euro au niveau cible fixé à 2 % et pour permettre aux pays périphériques de sortir d'une situation de faible croissance et de déflation. Il appelle aussi les pays qui ne souffrent pas de vulnérabilités à entreprendre des réformes pour stimuler la croissance en faisant augmenter le pouvoir d'achat des salariés, et en soutenant l'investissement public et privé. Cette approche équilibrée de la politique macroéconomique avec un ajustement plus symétrique permet de remédier aux principales vulnérabilités de la zone euro. Cette approche réduit les risques d'instabilité politique dans les pays périphériques qui souffrent ainsi moins des réformes structurelles grâce à un partage des charges d'ajustement.

Au vue de ces deux derniers trilemmes, Buti (2014), et Buti, Demertzis et Nogueira Martins (2014) proposent que la zone euro se fixe de nouveaux objectifs compatibles entre eux, à savoir, une véritable union bancaire, des réformes structurelles approfondies et plus d'ajustement symétrique au sein de la zone euro.

Conflits entre la surveillance nationale du secteur financier vulnérable et l'absence du prêteur en dernier ressort

Dans beaucoup de pays membres de la zone euro, le système bancaire national est constitué des banques à la fois fragiles et trop grandes pour qu'un État souverain puisse les soutenir confortablement. L'origine de la crise de la zone euro de 2010-2012 se trouve dans ce qu'on appelle « l'étreinte mortelle » (*deadly embrace*) selon la terminologie de De Grauwe (2013) entre les banques et leurs États souverains.

La zone euro est caractérisée par la fragmentation des systèmes financiers sur le plan réglementaire. Les États membres ont le devoir de surveiller leur propre système bancaire et de secourir les banques en difficulté. Une dette publique élevée peut faire perdre la confiance des opérateurs financiers

dans la solvabilité de l'État concerné. Ceci entraîne une hausse du taux d'intérêt sur la dette souveraine. Les banques nationales qui détiennent majoritairement la dette nationale comme réserves de liquidité sont pénalisées et risquent de faire l'objet d'une ruée bancaire. Le sauvetage par l'État de ces banques aggrave la crise de dette publique et donc la crise bancaire.

A cause de ce lien étroit entre la dette publique souveraine et la santé financière du secteur bancaire, les conditions de crédit sont devenues très divergentes dans la zone euro, ce qui entrave la reprise de la croissance et compromet les canaux de transmission monétaire dans les économies les plus vulnérables malgré les mesures de politique monétaire extrêmement accommodantes.

Ce défi politique représente une autre trinité impossible, liée au fait que la stabilité financière et l'intégration des marchés financiers ne peuvent être atteintes que si l'étreinte mortelle entre les banques et les dettes souveraines est rompue (Obstfeld 2013, Buti 2014). Pisani-Ferry (2012) a développé une version modifiée de ce trilemme, en mettant en évidence l'incompatibilité entre une banque centrale qui ne monétise pas les déficits budgétaires, l'absence de coresponsabilité sur les dettes publiques, et un système bancaire surveillé au niveau national et secouru en cas de crise par le gouvernement national.

Modifier le mandat de la BCE en faveur de financement monétaire sans remettre en cause sa crédibilité ne semble pas viable. Une union budgétaire permet de résoudre ce trilemme mais il serait difficile d'atteindre ce niveau d'intégration à l'heure actuelle. Ainsi, ce trilemme suggère que l'objectif de stabilité financière au sein d'un marché financier unique intégré, compétitif et dynamique ne peut être atteint qu'en permettant une plus grande responsabilité mutuelle pour les problèmes du secteur bancaire. C'est le fondement d'une union bancaire avec une surveillance commune, une résolution de crise bancaire unique et un corpus réglementaire unique, qui est développée et mise en place progressivement depuis 2012.

D'autres trinités impossibles

Pour Benczes (2013), la crise de la dette souveraine européenne a clairement indiqué que la conception originale de la gouvernance

économique européenne n'est plus viable. La crise a contraint les Européens à admettre que le consentement implicite du Traité de Maastricht est confronté à un triple déni en ce qui concerne l'UEM, à savoir pas de clause de sortie, pas de renflouement des pays membres, et pas de défaut de paiement. Ce triple déni n'est plus tenable suite à la crise de la zone euro et l'un des trois objectifs devrait être sacrifié pour que la monnaie unique survive à la double crise bancaire et de la dette souveraine. Ou encore, les institutions supranationales devraient exercer un plus grand contrôle sur la résolution des crises, ce qui justifie la création de l'Union bancaire européenne.

En considérant le potentiel de la croissance, Villeroy de Galhaus (2017) relève qu'il y a une trinité impossible entre l'objectif pour les pays de la zone euro d'atteindre leur plein potentiel de croissance, celui de maintenir l'autonomie de leurs politiques économiques au niveau national et celui de maintenir inchangé le cadre de coordination de la zone euro. Ce dernier objectif signifie maintenir le statu quo avec une coopération entre pays fondée uniquement sur des règles sans institutions et sans stratégie commune. L'un de ces trois objectifs doit être abandonné pour pouvoir atteindre pleinement les deux autres. Villeroy de Galhaus propose que la zone euro modifie le fonctionnement de sorte qu'il y a trois objectifs compatibles : les réformes structurelles nationales, l'Union financière pour l'investissement et l'innovation, un *policy-mix* pour la zone euro fondé sur une meilleure coordination des politiques macroéconomiques.

La zone euro, en tant qu'économie ouverte, souffre aussi du trilemme financier. Selon Schoenmaker (2011, 2013), les trois objectifs, à savoir la stabilité financière, la non-intervention dans les flux financiers transfrontaliers et le contrôle national de la supervision et de la réglementation financière, ne sont pas tous mutuellement compatibles. En effet, d'après Rodrik (2000), au fur et à mesure que l'intégration économique internationale progresse, le pouvoir politique des États nations doit être exercé sur un domaine beaucoup plus étroit et le « fédéralisme » mondial augmentera.

La zone euro, en tant que l'union monétaire d'un sous-ensemble de pays appartenant à l'Union européenne souffre des trinités propres à cette dernière. Selon Buti et Lacoue-Labarthe (2016), la zone euro peut dans ce

sens faire face à trois trinités impossibles. D'abord, il y a une trinité impossible au niveau politique entre l'objectif d'une intégration politique avancée, celui de respecter les procédures démocratiques traditionnelles basées sur les négociations intergouvernementales et le principe d'unanimité, et celui de maintenir souveraines les institutions nationales. Ce conflit peut entraîner des réponses politiques retardées et/ou inappropriées face aux crises comme celle de la zone euro en 2010-2012. Ensuite, il y a une trinité impossible au niveau institutionnel entre l'objectif de prise de décision sur la base de la subsidiarité, celui de maintenir la stabilité politique nationale et l'habitude qu'ont pris les politiciens d'utiliser l'UE et l'UEM comme bouc émissaire dans les débats nationaux. Enfin, il y a une trinité impossible dans la relation entre l'UE et la gouvernance mondiale. Il s'agit d'une incompatibilité entre l'objectif pour l'UE de jouer un rôle important dans la gouvernance mondiale, la préférence pour les solutions multilatérales, et la dispersion de représentation externe des pays membres de l'UE. Pour surmonter ces objectifs contradictoires, Buti et Lacoue-Labarthe propose une nouvelle synthèse politique, à savoir, développer un récit national positif sur l'intégration européenne, dépasser le processus de décision intergouvernemental au niveau de l'UE, et unifier la voix externe de l'UE face aux problèmes de dimension mondiale.

Conclusion

Les différents trilemmes revus dans cet article correspondent à des visions partielles d'un problème complexe qui est de rendre l'UEM stable. C'est une schématisation des différents choix incompatibles lorsqu'on focalise sur certains aspects de la construction de l'UEM. On constate que les pays membres de l'UEM, pour échapper au triangle d'incompatibilité de Mundell, ont choisi d'entrer dans une zone euro. Face à une mobilité parfaite imposée par l'intégration financière opérée au niveau européen et mondial, beaucoup de pays de l'UE préfèrent un taux de change irrévocablement fixe en adhérant à la zone euro.

L'UEM a privé ces pays membres de la souveraineté monétaire tout en imposant des

contraintes institutionnelles et politiques : le Pacte de stabilité et de croissance et la clause de non renflouement ainsi que la responsabilité de surveiller le système bancaire national par les États membres. Sous ces contraintes, les conflits entre la politique monétaire commune et les politiques budgétaires nationales, qui étaient très actives pour répondre aux conséquences de la crise financière globale de 2008 et aux autres chocs nationaux spécifiques, ont directement conduit à la double crise bancaire et de la dette souveraine de la zone euro de 2010-2012. Les réactions à cette dernière et les propositions de réformes pour résoudre les problèmes de viabilité de la zone euro ont entraîné un certain nombre d'autres conflits qu'on peut formuler également sous forme de trilemmes.

Les différents ajustements, tels que les réformes structurelles, institutionnelles et politiques ou encore des changements de culture politique, nécessaires pour rendre l'UEM viable, devraient être très importants et parfois impossible à réaliser. Sans faire suffisamment de réformes, l'UEM risque d'être confrontée à de nouvelles crises.

Références bibliographiques :

- Beck, Hanno, and Aloys Prinz (2012), "The Trilemma of a Monetary Union: Another Impossible Trinity," *Intereconomics*, 47(1), 39-43.
- Benczes, István (2013), "The impossible trinity of denial: European economic governance in a conceptual framework," *Transylvanian Review of Administrative Sciences*, No. 39 E/2013, 5-21.
- Brunnermeier, M. K., L. Garicano, P. R. Lane, M. Pagano, R. Reis, T. Santos, S. Van Nieuwerburgh, and D. Vayanos (2011), "ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture," 25 October, www.voxeu.org.
- Brunnermeier, Markus K., Luis Garicano, Philip R. Lane, Marco Pagano, Ricardo Reis, Tano Santos, David Thesmar, Stijn Van Nieuwerburgh, and Dimitri Vayanos (2016), "Breaking the Sovereign-Bank Diabolic Loop: A Case for ESBies," *American Economic Review, Papers and Proceedings* (May), 1-11.
- Buti, Marco (2014), "A consistent trinity for the Eurozone," *Vox CEPR Policy Portal*, 8 January.

-
- Buti, Marco, Maria Demertzis, and João Nogueira Martins (2014), “Delivering the Eurozone ‘Consistent Trinity’,” Vox CEPR Policy Portal, 30 March.
- Buti, Marco, and Muriel Lacoue-Labarthe (2016), “Europe’s incompatible political trinitities,” Vox CEPR Policy Portal, 7 September.
- Buti, Marco, and Alessandro Turrini (2017), “Overcoming Eurozone wage inertia,” Vox CEPR Policy Portal, 06 October.
- Canale, Rosaria Rita, Paul De Grauwe, Pasquale Foresti, & Oreste Napolitano (2018), “Is there a trade-off between free capital mobility, financial stability and fiscal policy flexibility in the EMU?,” *Review of World Economics* 154, 177–201.
- Chancellor, Edward (2011), “Germany’s eurozone trilemma,” *Financial Times*, November 6.
- De Grauwe, P (2013), “Design failures in the Eurozone: can they be fixed?,” *European Economy*, Economic Papers No. 491.
- Obstfeld, Maurice (2013), “Finance at a center stage: Some lessons for the euro-crisis,” *European Economy, Economic Papers* 493, April.
- Obstfeld, Maurice, and Alan Taylor (1998), “The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run,” in *The Defining Moment: The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*. Bordo, Michael D., Claudia D. Goldin, and Eugene N. White, eds. Chicago: University of Chicago Press, 353-402.
- Pisani-Ferry, Jean (2012), “The Euro crisis and the new impossible trinity,” *Bruegel Policy Contribution, Issue* 2012/01.
- Rey, Hélène (2013), “Dilemma not trilemma: the global cycle and monetary policy independence,” *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug, 1-2.
- Rodrik, Dani (2000), “How far will international economic integration go?,” *Journal of Economic Perspectives* 14, 177-186.
- Schoenmaker, Dirk (2011), “The financial trilemma,” *Economics Letters* 111(1), 57-59.
- Schoenmaker, Dirk (2013), *Governance of International Banking: The Financial Trilemma*. Oxford University Press.
- Villeroy de Galhau, François (2017), “The future of the euro area: from the ‘impossible trinity’ to the ‘growth triangle’,” *the 6th Annual Tommaso Padoa-Schioppa Lecture* by the Governor of the Banque de France, at the Brussels Economic Forum 2017 – Brussels, 1 June.
- Weidmann, Jens (2016), “An impossible trinity? The interplay of monetary, financial and fiscal stability,” *Welcome remarks* of the President of the Deutsche Bundesbank at the Bundesbank Spring Conference “Monetary, financial and fiscal stability,” 10 June.