



LISA PAUS
Mitglied des Deutschen Bundestages
Membre du Parlement Allemand
Alliance 90/Les Verts



Dr. AXEL TROOST
Mitglied des Deutschen Bundestages
Membre du Parlement Allemand
La Gauche

Mars 2011

Une Union de compensation européenne – l'union monétaire 2.0

par Lisa Paus and Axel Troost¹

1. Introduction

Ces derniers mois, l'Union économique et monétaire européenne (UEM) a fait l'objet de remises en cause d'une ampleur sans précédent. L'euro est dans un état vraiment grave, et cela se voit surtout dans les médias et dans le débat politique, où l'on ne se contente pas d'affirmer solennellement qu'une fin de l'union monétaire aurait des conséquences d'une gravité inenvisageable. Une étape a été franchie, car on examine maintenant des scénarios intégrant ces conséquences soit-disant inenvisageables : on entend ainsi parler d'une sortie de certains pays de la zone euro et d'une désintégration de l'union monétaire en un euro « nord » et un euro « sud ». D'autres hypothèses font état d'un possible retour de la République fédérale au deutschemark.

Jusqu'à présent, le gouvernement fédéral a pu, dans une large mesure, imposer que la gestion de crise de l'UE et de la zone euro ait recours à des solutions traditionnelles, notamment la discipline budgétaire dans les pays ébranlés par la crise comme la Grèce, l'Irlande et l'Espagne. Pourtant, dans de nombreux pays européens, des voix de plus en plus fortes s'élèvent, à juste titre, pour réclamer une correction plus poussée du système de l'Union économique et monétaire, portant sur ce que l'on appelle les déséquilibres économiques globaux.

Comme nous allons le montrer par la suite, ces déséquilibres sont l'expression d'un défaut de conception fondamental de l'Union économique et monétaire. Il faut saisir l'occasion de la crise actuelle pour mettre solidement en place dans l'UE un nouveau

¹ Lisa Paus et Dr. Axel Troost sont membres de la Commission des finances du Parlement allemand. Lisa Paus est porte-parole du groupe parlementaire de l'Alliance 90/Les Verts au sein du Comité. Axel Troost est porte-parole des finances du groupe parlementaire de La Gauche. Ce texte est une version anglaise d'un journal allemand "Eine Europäische Ausgleichsunion - Die Währungsunion 2.0 ". Nous remercions le service linguistique du Parlement allemand pour la traduction. Le texte est disponible en allemand, en anglais et en français. Pour nous contacter: lisa.paus@bundestag.de et axel.troost@bundestag.de.

principe directeur en matière de politique économique et monétaire et réformer l'UEM ; en effet, sans révision durable de la conception de l'UEM, il ne pourra pas y avoir d'euro stable bénéficiant à toutes les parties prenantes et à la cohésion européenne.

Projet historique, l'UEM n'a pas suivi la théorie économique des « zones monétaires optimales »². Il s'agissait d'un projet d'intégration européenne, né d'une volonté politique et dont l'existence est encore souhaitable. À long terme, il n'est cependant pas possible d'imposer un tel projet politique à l'encontre des règles du jeu économique. Dans une union monétaire, le marché laissé à lui-même marginalise automatiquement les pays faibles. Si l'on veut l'euro, il faut donc agir en faveur d'un rapprochement politique entre les économies européennes, afin qu'elles trouvent leur place dans une union monétaire.

2. Les règles du jeu des unions monétaires

Une union monétaire regroupe des pays désireux de mener une politique monétaire commune. Leurs économies profitent des avantages de la monnaie unique, comme l'absence de crises monétaires et les réductions de coûts, notamment ceux liés aux opérations de change et à la couverture du risque de change. D'un autre côté, les pays membres de l'union monétaire ne peuvent plus utiliser l'effet amortisseur du taux de change pour s'adapter aux variations relatives de la compétitivité économique du pays. Cette baisse de la compétitivité peut résulter notamment d'une inflation plus forte dans le pays qu'à l'étranger : si le pays dévalue sa monnaie, le prix de ses produits à l'étranger n'augmente pas et l'économie nationale reste compétitive. L'adhésion à l'union monétaire prive les pays de cet outil et c'est pourquoi, d'un point de vue purement économique, les économies nationales doivent remplir certaines conditions avant d'adhérer à l'union monétaire. Il faut d'une part que les pays concernés aient, de façon tendancielle, des réactions concordantes aux changements économiques. Ainsi, les gains de productivité devraient se traduire dans tous les pays par des augmentations de salaires comparables. Il est également important qu'une dévaluation de la monnaie commune entraîne dans tous les pays concernés une augmentation des exportations et une baisse des importations.³ Il existe, à côté de ces changements « symétriques », des évolutions asymétriques qui se produisent en cas de changements économiques limités à un seul pays (p. ex. crise dans un certain secteur particulièrement important pour un pays donné). Les tenants de la théorie des zones monétaires optimales affirment qu'une grande mobilité des travailleurs et une flexibilité élevée des salaires et des prix sont nécessaires dans tous les pays d'une union monétaire pour faire face à ces « chocs asymétriques ».

² Selon la théorie des zones monétaires optimales, les pays souhaitant adhérer à une union monétaire devraient déjà avoir un niveau élevé de convergence en matière de structures économiques et de rythme de développement.

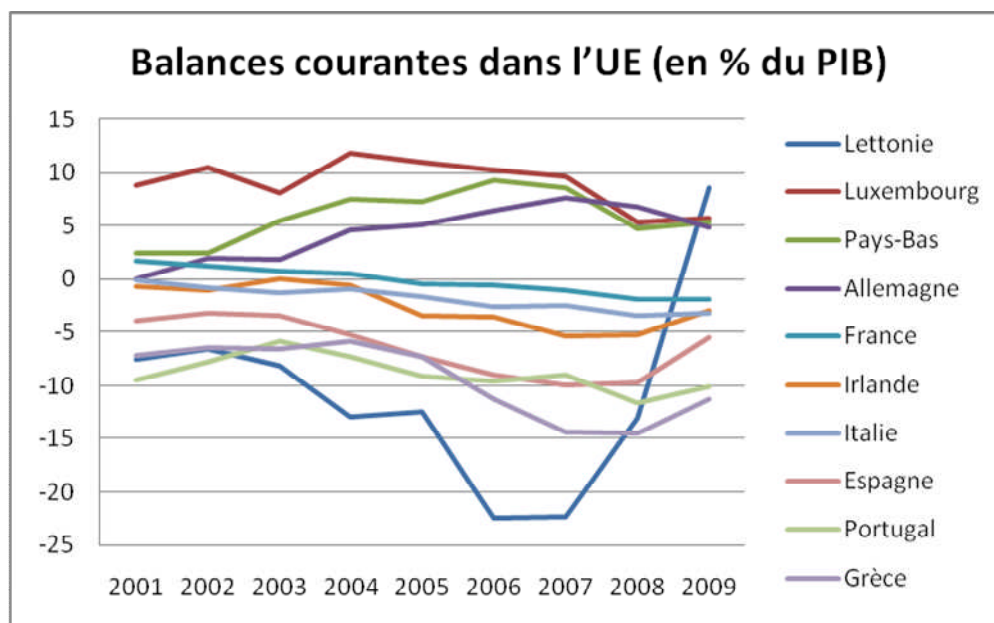
³ La plupart des pays remplissent cette condition dite « de Marshall-Lerner ». En revanche, si la structure des importations d'un pays est pour ainsi dire figée (p. ex. importations essentiellement composées de produits alimentaires ou médicaments indispensables), la dévaluation entraînera surtout un renchérissement des importations. Cela peut surcompenser l'augmentation éventuelle des exportations, accroissant ainsi le déficit de la balance courante.

Lors de la création de l'Union économique et monétaire, ces conditions n'étaient que très peu réalisées dans les États membres de l'UE, en particulier l'évolution des salaires alignée sur la productivité (cf. ci-dessous) et les exigences liées à la mobilité des travailleurs. Ce dernier point est de toute façon très sujet à caution, car les possibilités de mobilité transfrontalière de la main-d'œuvre sont limitées – notamment par l'obstacle de la langue. De plus, cette mobilité ne doit être que volontaire et non être imposée par des motifs économiques. Le fait que la zone euro ait quand même été créée illustre bien la dimension politique exceptionnelle de ce processus d'intégration. L'intégration monétaire devait être pour ainsi dire le catalyseur qui accélérerait l'intégration économique et, par conséquent, consoliderait l'union politique. Au plan théorique, cette approche reposait sur l'idée que les conditions préalables à la création d'une union monétaire pouvaient aussi être remplies ex post, c'est-à-dire après la fusion, et que la synchronisation des évolutions conjoncturelles pourrait ainsi être le résultat d'une intégration économique plus poussée.

Plus de dix ans après l'introduction de la monnaie commune, il s'avère que les attentes vis-à-vis d'un euro catalyseur de l'intégration économique étaient excessives. Au contraire, les économies nationales ont connu des développements parfois divergents, comme le montre l'évolution de leurs balances courantes. Alors qu'en 2000, le déficit de la balance courante allemande était encore de -1,7 %, le pays a dégagé par la suite des excédents, parfois supérieurs à 7 %. D'autres pays, comme l'Espagne ou le Portugal, mais aussi la France et l'Italie (cf. figure 1), présentent en revanche des déficits.

Figure 1:

(Les pays mentionnés à droite sont classés, de bas en haut, par ordre de valeur croissant selon les chiffres de 2009)



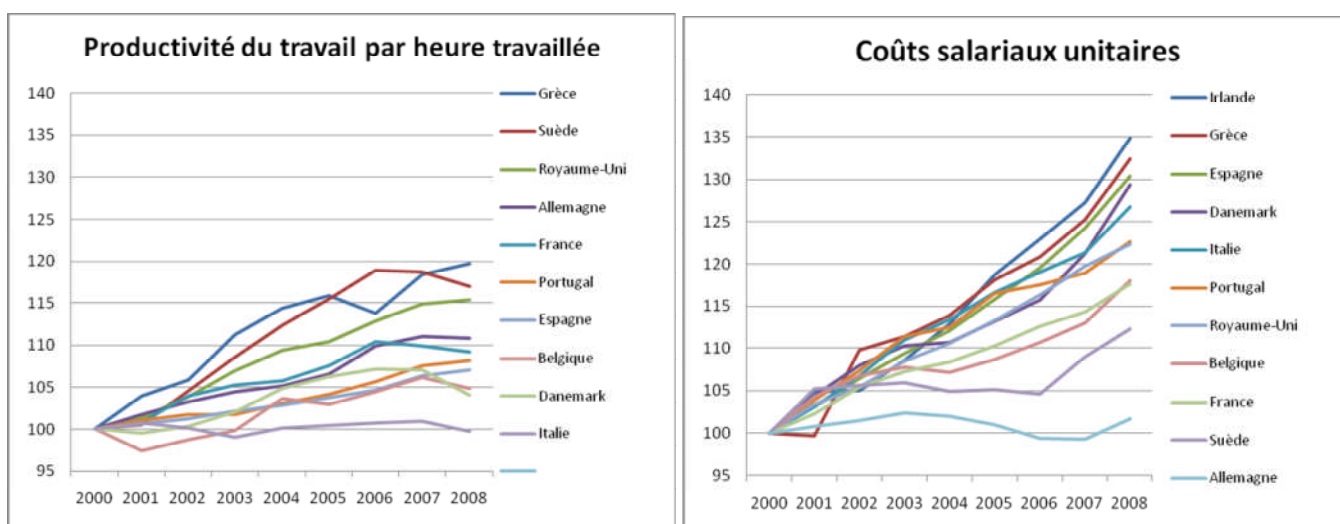
Source : FMI, perspectives de l'économie mondiale, octobre 2010

Cette évolution trouve son origine dans l'augmentation des salaires, plus lente en Allemagne que dans les autres pays de la zone euro. Les coûts salariaux inférieurs sont devenus un avantage concurrentiel pour l'économie allemande, lui permettant de vendre ses produits meilleur marché. À proprement parler, ce sont les coûts salariaux

unitaires, plus que les coûts salariaux faibles, qui ont profité à l'économie allemande. En effet, les entreprises peuvent rester compétitives si l'augmentation des coûts salariaux s'accompagne d'une amélioration de la productivité du travail. Depuis 2000, l'évolution de la productivité du travail en Allemagne était dans la moyenne européenne, tandis que les coûts salariaux unitaires n'ont cessé de baisser depuis 2003 (cf. figures 2 et 3). Aujourd'hui, l'augmentation des coûts salariaux unitaires en Allemagne n'est encore que de 6 % par rapport à 2000, alors que pour la zone euro, elle a été de près de 20 % sur la même période. Visiblement, chez nos voisins européens, les salariés n'ont pas adopté le fatalisme allemand, qui voit dans la modération salariale l'unique option possible, mais ont pu obtenir de meilleurs accords salariaux, en restant dans la fourchette neutre en termes de répartition.

Figures 2 et 3:

(Les pays mentionnés à droite sont classés, de bas en haut, par ordre de valeur croissant selon les chiffres de 2008 ; valeur en 2000 = 100)



Source: Eurostat

Ces évolutions divergentes au sein de la zone euro illustrent l'échec de l'approche axée sur le marché adoptée par l'Union économique et monétaire.⁴ À elles seules, les forces

⁴ Toute personne douée de raison se demandera comment le problème des évolutions différentes des prix et des salaires selon les pays a été pris en compte lors de la conception de l'Union monétaire européenne. La réponse est aussi brève que choquante : pas du tout. L'Union économique et monétaire européenne souffrait encore d'un autre défaut de conception : le taux directeur unique appliqué dans l'ensemble de la zone monétaire renforçait, au lieu de les réduire, les différences structurelles, mais aussi conjoncturelles. Étant donné qu'il existe toujours dans une union monétaire certaines disparités régionales de croissance, les pays à croissance plus rapide continuent à profiter de taux directeurs qu'ils considèrent comme bas, car le taux directeur doit nécessairement s'orienter en fonction de la conjoncture moyenne de l'ensemble de l'union monétaire. Pour les pays à croissance inférieure à la moyenne, un taux directeur « moyen » est toutefois encore trop élevé et la conjoncture n'est pas suffisamment stimulée. Il en résulte une pérennisation des différentiels de taux de croissance et d'inflation qui, dans le pire des cas (cf. l'Irlande), peut avoir des conséquences dramatiques comme la formation de bulles spéculatives, dans le secteur

du marché ne peuvent pas créer les conditions économiques nécessaires à un développement durable des économies nationales de la zone euro. C'est également valable pour l'Allemagne, dont il serait fallacieux de croire que les excédents répétés de la balance courante sont une preuve de la force du pays, alors qu'ils sont le signe d'une érosion de la base économique des pays déficitaires. Les déficits croissants de la balance courante, accompagnés d'une baisse des performances économiques à l'étranger, se retourneront tôt ou tard contre l'Allemagne, entraînant des défaillances d'entreprises et des insolvabilités néfastes à son économie. Le développement économique durable n'est possible en Europe que si les économies nationales se trouvent de façon tendancielle en situation d'équilibre extérieur. Ce principe directeur de politique économique n'est pas une nouveauté pour l'Allemagne : l'article premier de la loi de stabilité votée en 1967 exigeait déjà le respect de l'équilibre extérieur.

Depuis, on reconnaît de plus en plus que la voie de l'intégration économique empruntée jusqu'à présent était sans issue. C'est pourquoi les bonimenteurs conservateurs font eux aussi volte-face et misent à nouveau sur le primat du politique, mais surtout pour imposer ce que le marché n'a pas pu réaliser : la modération salariale et le démantèlement social à l'échelle européenne. Pourtant, ce dont nous avons besoin, ce n'est pas une union monétaire au service d'intérêts particuliers, mais de règles de compensation permettant un développement économique durable dans l'intérêt de tous les Européens. En effet, c'est précisément l'absence de règles de compensation qui entraînera sans aucun doute des transferts. Quand l'Allemagne accorde des crédits à l'exportation, et qu'une décote fait disparaître ces crédits avec les autres dettes accumulées pendant une faillite d'État, cela revient à faire don des marchandises exportées. Les règles de compensation doivent donc être centrées sur l'objectif de soldes de la balance courante tendanciellement équilibrés, qu'il convient de réaliser par une politique axée sur l'équité sociale.

Le débat actuel : équilibrer les balances courantes, oui, mais comment ?

La crise des dettes publiques en Europe traduit de graves défauts dans la conception de l'Union économique et monétaire et les déséquilibres des balances courantes cumulés sur le long terme s'avèrent être le problème central. Ce n'est pas seulement le cas des pays déficitaires : ces déséquilibres constituent aussi une menace grave pour les pays à balance courante excédentaire, comme l'Allemagne, comme l'a montré l'effondrement dramatique des exportations allemandes lors de la récente crise financière et économique. C'est pourquoi la quasi-totalité des acteurs et observateurs estiment nécessaire de prendre des mesures pour surveiller et sanctionner les écarts par rapport à l'équilibre de la balance courante et plusieurs approches ont déjà été proposées. Le « Pacte de stabilité extérieure » et le « tableau de bord macroéconomique » font partie des principales propositions de cette discussion.

immobilier des pays à croissance rapide, par exemple, tandis que les pays à croissance lente sont menacés de stagnation, voire de déflation.

Le « Pacte de stabilité extérieure »

La mauvaise gestion budgétaire n'est que l'une des causes de la crise des dettes dans la zone euro. En Espagne et en Irlande, les mesures publiques de stabilisation du secteur bancaire expliquent l'augmentation vertigineuse de la dette publique. En Irlande, ces mesures ont fait augmenter le ratio de la dette sur le PIB de 25 % en 2007 à près de 100 % actuellement et, en l'espace de deux ans, réduit à néant les efforts d'assainissement de toute une décennie. À l'instar de l'Irlande, l'Espagne affichait des progrès considérables en matière d'assainissement jusqu'au début de la crise, mais il était étonnant de constater que la réduction de la dette publique espagnole s'accompagnait d'un déficit persistant de la balance courante. La cause de ce déficit était l'endettement du secteur privé.

Dès 2009, Sebastian Dullien et Daniela Schwarzzer avaient attiré l'attention sur ce rapport. Selon eux, une faiblesse du Pacte européen de stabilité et de croissance est de se concentrer uniquement sur la dette publique en ignorant l'endettement du secteur privé. Ils proposent donc un pacte de stabilité extérieure. Au centre de ce dispositif, le critère de stabilité retenu est le solde de la balance courante qui, selon eux, ne doit pas dépasser 3 % du produit intérieur brut (PIB). Des déficits et des excédents de la balance courante sont autorisés dans cette fourchette. Dans l'hypothèse d'une croissance économique nominale de 5 %, cela limite à 60 % du PIB les excédents ou déficits extérieurs cumulés.⁵ On suppose que jusqu'à cette limite, il n'y a pas de risque pour la balance des paiements.

À la différence de l'Espagne, l'Irlande a présenté des déficits relativement faibles de sa balance courante pendant la phase d'assainissement des finances publiques, mais les banques irlandaises ont augmenté les crédits accordés au secteur privé. Dullien et Schwarzzer conseillent donc d'observer également l'endettement du secteur financier afin d'identifier les risques qui ne se manifestent pas dans les soldes des balances courantes.

Les critères du « Pacte de stabilité extérieure » doivent s'appliquer aussi bien aux pays excédentaires qu'aux pays déficitaires. Les États ne les respectant pas recevront une mise en demeure. En cas de récurrence, ils pourront encourir des réductions des paiements au titre du budget de l'UE ou des amendes. Afin de limiter les possibilités de veto des États membres, des pouvoirs accrus devront être conférés à la Commission européenne.

Le « Pacte de stabilité extérieure » indique la bonne direction, notamment parce qu'il ne se contente pas de sanctionner les pays déficitaires, mais poursuit également les infractions des pays en situation d'excédent. Le pacte passe donc d'une vision fiscale à une perspective plus macroéconomique. Ce ne sont pas tant les dettes publiques qui font qu'un pays se trouve sur la voie d'un développement économique durable, mais le bilan global de l'économie, qui devient le critère d'évaluation politique.

Il faut bien entendu aussi se demander si les seuils de balance courante de 3 % du PIB sont appropriés. Ils ne remplissent leur fonction de stabilisation que dans l'hypothèse d'un taux de croissance nominal de 5 %, mais il existe des disparités parfois considé-

⁵ Cf. Sebastian Dullien et Daniela Schwarzzer (2009) : Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt (*La zone euro a besoin d'un pacte de stabilité extérieure*), p. 5 et suiv., SWP-Aktuell 27.

rables entre les taux de croissance des différents pays. Les pays à fort taux de croissance peuvent avoir un développement durable même avec des soldes élevés de la balance courante, tandis que ceux où la croissance est plus faible devraient plutôt avoir des soldes plus réduits.

Le « tableau de bord macroéconomique » de la Commission européenne

L'évolution actuelle est la preuve que les critères de Maastricht sont inaptes à empêcher une crise des dettes comme celle que nous connaissons actuellement, car elle n'est pas uniquement due à une mauvaise politique budgétaire, mais essentiellement à des déséquilibres économiques. Les gouvernements et institutions européens débattent donc, eux aussi, pour savoir quels sont les indicateurs fournissant les informations les plus fiables sur l'apparition de déséquilibres économiques globaux. Il est ainsi question d'un ensemble de données renseignant sur la situation économique des économies nationales. Cet outil, appelé « tableau de bord » accorde, lui aussi, une place déterminante au solde de la balance courante. En outre, la position extérieure nette, le taux de change effectif réel reposant sur les coûts salariaux unitaires, les coûts salariaux unitaires, la part du marché à l'exportation et d'autres indicateurs font également l'objet de discussions (Commission européenne (2011a-f)).

Selon la Commission européenne, les indicateurs ne doivent pas être assortis de seuils dont le franchissement entraînerait automatiquement une procédure en infraction, mais ils servent de repères aidant les décideurs politiques à évaluer la situation économique. À la fin, il faut toujours faire une évaluation politique de la situation concrète avant d'engager une « procédure en déséquilibre excessif ». À la différence du « Pacte de stabilité et de croissance », l'indicateur « Balance courante » ne tient pas compte que des écarts négatifs, mais il faut également analyser et évaluer au plan politique les excédents de la balance courante. Au final, il pourrait y avoir, même dans ce cas, une procédure en infraction assortie de recommandations correspondantes adressées aux États membres.

La volonté d'utiliser un ensemble d'indicateurs élargi donnant une image plus fidèle de la réalité économique est un progrès considérable, en particulier parce qu'elle vise à obtenir, avec l'indicateur « Balance courante », une vision symétrique des déficits et des excédents. Ici aussi, on constate toutefois des problèmes considérables, tant en ce qui concerne la collecte des données que leur interprétation. La question principale est de savoir quelles seront effectivement les conséquences pour les pays qui, comme l'Allemagne, affichent des excédents persistants de leur balance courante. Il n'existe pas encore à ce jour de mécanisme pouvant contraindre l'Allemagne à adopter des mesures adéquates pour réduire ces excédents. Il est plus probable que c'est l'obligation faite aux autres pays d'améliorer leur compétitivité, défendue par l'Allemagne, qui s'imposera dans l'Union européenne.

En présentant son « Pacte de compétitivité », le gouvernement fédéral a déjà montré ce qu'il entend par suppression des déséquilibres macroéconomiques : il s'agit, sous le couvert d'un renforcement de la compétitivité, d'affaiblir les normes sociales et de faire pression sur les salaires. Le texte du gouvernement fédéral parle à ce propos de « suppression de l'indexation des salaires sur l'inflation », de « stabilité des coûts salariaux unitaires réels » ou d'« adaptation du système de retraite à l'évolution démogra-

phique ». Il s'agit de forcer l'Europe à s'engager dans une voie que les intérêts économiques dominants ont déjà réussi à imposer en Allemagne et d'affaiblir au plan institutionnel les salariés face aux entreprises dans la lutte pour la répartition. En Allemagne, l'écart qui se creuse rapidement entre revenus et patrimoine montre où cela a conduit.

Tant que le pouvoir de décision dans le traitement des déséquilibres macroéconomiques sera du seul ressort du Conseil, la suprématie allemande fera que l'approche du tableau de bord sera surtout mise en œuvre afin de poursuivre le démantèlement de l'État-providence en Europe. Cette voie ne saurait en aucun cas mener à un développement économique durable. Une vaste baisse des salaires dans la zone euro est synonyme de baisse du pouvoir d'achat et d'affaiblissement de la conjoncture intérieure, ce qui accorde cependant aux échanges extraeuropéens une plus grande importance dans le développement économique. Dans cette logique, l'augmentation de la compétitivité entraîne cependant des excédents de la balance courante vis-à-vis du reste du monde. Une telle politique ne fera que transférer les problèmes de la scène européenne à l'échelon supérieur, celui de l'économie mondiale.

3. Un nouvel essai : une « Union de compensation européenne »

L'enseignement essentiel de la crise actuelle est qu'il faut enraciner dans une UEM réformée le principe directeur de l'équilibre extérieur entre ses membres. Le « Pacte de stabilité macroéconomique » qui a été proposé va certes dans ce sens, et l'approche de type « tableau de bord » de la Commission européenne accorde, elle aussi, une place importante à la maîtrise des déséquilibres des balances courantes. Ces propositions de stabilisation de la zone euro, si elles contiennent des approches justes, sont toutefois insuffisantes, car limiter les excédents extérieurs structurels de l'Allemagne, du Luxembourg ou des Pays-Bas à 3 % entraînera quand même tôt ou tard un surendettement des autres pays de l'UE. On pourrait donc aussi qualifier la proposition suivante de « frein à l'endettement extérieur ».

La proposition d'« Union de compensation européenne » exposée ici reprend certains éléments du débat actuel et les associe à une proposition historique et plus ambitieuse, datant des années 1940. À l'époque aussi, il fallait tirer des conclusions fondamentales d'une grande crise mondiale.

En tant que responsable de la délégation britannique aux négociations internationales sur le nouvel ordre économique de l'après-guerre, John Maynard Keynes a proposé dans les années 1940 un système de compensation des déséquilibres des balances courantes (cf. encadré sur l'*International Clearing Union*). L'élément de ce plan qui est probablement le plus important pour la discussion actuelle était que les pays déficitaires et excédentaires devaient agir pour rétablir l'équilibre. Keynes, déjà, déplorait que seuls les débiteurs soient tenus responsables des déséquilibres de la balance courante et des corrections à y apporter, alors que « la contribution qu'un pays débiteur doit fournir, en termes de conséquences sociales, afin de rétablir l'équilibre par un ajustement des salaires et des prix, est totalement hors de proportion avec ce qui est exigé du pays créancier. [...] Les efforts nécessaires à un ajustement vers le bas sont bien plus importants que ceux d'un ajustement vers le haut. En outre, l'ajustement est obligatoire pour le débiteur, mais facultatif pour le créancier. Si un créancier refuse d'apporter, ou d'autoriser, sa contribution au processus d'ajustement, il n'en résulte aucun inconvénient pour lui. » (Keynes 1941/1980 : 28, traduction des auteurs). Étant donné que cette inégalité de traitement est à la fois injuste et contre-productive au plan économique,

Keynes proposa un système qui « exercerait une pression au moins aussi importante sur le pays créancier que sur le pays débiteur. (...) L'essentiel est de ne pas permettre au pays créancier de rester tout simplement passif. Car s'il le reste, le pays débiteur, qui se trouve de toute façon en position de faiblesse, précisément à cause de ses dettes, se voit investi d'une mission impossible à accomplir. » (Keynes, 1941/1980 : 49, traduction des auteurs).

La proposition d'*International Clearing Union* de John Maynard Keynes

En 1940, John Maynard Keynes avait été chargé par le gouvernement britannique d'élaborer un modèle d'ordre économique mondial pour l'après-guerre⁶. La crise économique d'après 1929 et la Deuxième Guerre mondiale avaient plus ou moins paralysé les échanges internationaux de marchandises. Depuis l'effondrement de l'étalon-or en 1914, le système financier international était marqué par l'instabilité et n'avait été rétabli que sommairement après le premier conflit mondial. En s'appuyant sur les enseignements de son activité d'économiste, Keynes a développé son modèle d'« *International Clearing Union* » (ICU) qui devait reposer sur trois piliers.

1. Compensation en monnaie mondiale

Chaque pays devait avoir auprès de la nouvelle chambre de compensation internationale un compte où seraient gérées et enregistrées toutes ses entrées et sorties dans le cadre du commerce extérieur. Ces comptes auraient été libellés dans une unité de compte appelée « bancor », une nouvelle monnaie mondiale indépendante des monnaies nationales, créée spécialement à cet effet. Elle aurait remédié à une faiblesse majeure de tous les systèmes monétaires mondiaux, qui étaient ou sont toujours soumis à la suprématie de la monnaie du pays dominant (jusqu'alors il s'agissait de la livre sterling, depuis c'est le dollar).

2. Libre-échange, contrôle des mouvements de capitaux et marges de manœuvre pour la politique économique

Le système devait dynamiser le commerce mondial, tout en laissant aux gouvernements nationaux une latitude d'action en matière de politique économique. Afin de garantir une plus grande sécurité de planification pour le commerce extérieur, toutes les monnaies devaient être rattachées au bancor selon un taux de change fixe, mais pouvant être ajusté à moyen terme. En même temps, chaque pays devait conserver sa souveraineté en matière de politique monétaire et fiscale, afin de pouvoir promouvoir à son gré la croissance économique et l'emploi. Dans un contexte de taux de change

⁶ Keynes a modifié et relativisé ses plans à plusieurs reprises entre 1941 et 1944, notamment à la demande du Trésor britannique (ministère des Finances) et de la Banque d'Angleterre (pour une reconstruction historique, cf. Keynes, 1980). Ses premières « *Proposals for an International Currency Union* » (cf. Keynes, 1980 : p. 33 et suiv.) du 8/9/1941, prévoyaient pour les États créanciers des sanctions encore bien plus sévères que le document de travail officiel du Trésor qui circulait à partir de fin janvier 1942 (« *Plan for an International Currency (or Clearing) Union* », *ibid.* : p. 108 et suiv.). Ce plan a été, sous une forme légèrement modifiée, utilisé par la Grande-Bretagne lors des négociations menées avec les États-Unis sur l'ordre d'après-guerre (*ibid.* : p. 168 et suiv.), pendant lesquelles Keynes, en tant que responsable de la délégation britannique, a cependant dû s'incliner face aux États-Unis sur plusieurs points importants. Les négociations ont finalement été conclues en 1944 lors de la conférence de Bretton Woods, aux États-Unis, et se sont terminées par la création du FMI et de la Banque mondiale, le « système de Bretton Woods ».

fixes et de politiques monétaires nationales différentes, et donc de taux d'intérêts différents, il fallait encadrer strictement les mouvements internationaux de capitaux. Sinon, l'épargne de tous les pays se serait toujours dirigée vers le pays offrant les taux les plus élevés, ce qui aurait entraîné des mouvements de capitaux considérables. L'ICU était donc le contraire exact du système de l'étalon-or d'avant 1914, où les mouvements de capitaux étaient certes libres, mais où les différents pays ou leurs banques centrales n'avaient pas d'influence directe sur la politique monétaire⁷.

3. Un système de compensation des balances courantes

Le troisième élément fondamental – et particulièrement instructif en ce qui concerne le défaut de conception de l'UEM décrit ici – était un mécanisme destiné à sanctionner les déséquilibres des balances courantes. Un pays qui importe durablement plus qu'il n'exporte se trouve inévitablement pris dans une crise de dette, car il doit emprunter à l'étranger pour financer ses excédents d'importation. Afin d'obtenir paiement de leurs créances, les créanciers ont en règle générale imposé des mesures d'économie très strictes aux pays débiteurs. Pourtant, les excédents d'importation des pays débiteurs sont une conséquence logique des excédents commerciaux des pays créanciers, car le total de tous les soldes des balances commerciales dans le monde est, par définition, égal à zéro. Si les débiteurs doivent rembourser leurs dettes, les créanciers doivent aussi accepter de renoncer à des excédents commerciaux. C'est exactement dans cet esprit que l'ICU prévoyait un système symétrique, visant un équilibre entre les pays créanciers et les pays débiteurs. En fin d'année, les pays à balance commerciale excédentaire auraient sur leur compte auprès de l'ICU un solde créditeur alors que les pays à balance commerciale déficitaire y auraient un solde débiteur. Mais au lieu, comme à l'accoutumée, de verser des intérêts sur les soldes créditeurs et d'en prélever sur les soldes débiteurs, c'est exactement l'inverse qui devait se produire. Les excédents, à savoir les soldes créditeurs auprès de l'ICU, de même que les déficits, auraient été dévalorisés par des pénalités progressives. De cette façon, le système aurait eu tendance à rétablir l'équilibre. Les soldes créditeurs et les déficits se seraient accumulés avec le temps. En outre, Keynes voulait fixer des plafonds pour les soldes créditeurs et les dettes auprès de l'ICU. Il envisageait comme plafond des soldes créditeurs et dettes accumulés la moyenne annuelle des recettes d'exportation. Les soldes créditeurs supérieurs à ce plafond auraient été automatiquement annulés et versés aux réserves monétaires de l'ICU. Cela aurait empêché l'apparition de positions créditrices extrêmes et limité le montant total des dettes extérieures mondiales (c'est-à-dire les déficits auprès de l'ICU).

Outre ces sanctions financières, Keynes avait également prévu un ensemble de sanctions en matière de politique économique, qui auraient été appliquées en fonction du niveau de déséquilibre. Ainsi, un pays excédentaire aurait dû augmenter la demande totale et donc la demande d'importations en menant p. ex. une politique fiscale expansionniste. Une autre mesure envisageable aurait pu être une augmentation notable des salaires car elle aussi renforce la demande d'importations, notamment, et ramène la compétitivité internationale d'un pays à un niveau supportable pour le reste du monde.

⁷ Dans l'étalon-or, la masse monétaire en circulation devait être garantie par une quantité d'or calculée selon un taux défini. Pour augmenter la masse monétaire, il fallait d'abord importer de l'or. Comme les échanges internationaux se réglaient en or, les importations d'or ne pouvaient résulter que d'un excédent de la balance commerciale.

Nous aussi, nous estimons que la responsabilité de l'instauration et du maintien d'un équilibre extérieur dans la zone euro doit incomber au moins pour moitié aux pays dont la balance courante présente des excédents structurels élevés. Nous proposons donc de revoir les règles du jeu de l'Union économique et monétaire et d'en faire une « Union de compensation européenne – l'UEM 2.0 » associant les logiques du « Pacte de stabilité extérieure » et de la « *Clearing Union* » keynésienne.

Dans une région économique très intégrée comme l'UE, il est sans aucun doute impossible d'attendre de chaque pays qu'il ait tous les ans une balance courante parfaitement équilibrée, car il y aura toujours des fluctuations à court terme dans les échanges extérieurs. Le principe directeur d'équilibre des balances courantes dans l'UE et dans la zone euro doit donc se référer à une moyenne calculée sur le moyen terme, à trois à cinq ans, par exemple.

Concrètement, notre proposition d'« Union de compensation européenne » signifie la mise en place, par voie de traité, de deux plafonds contraignants, l'un à court terme et l'autre à moyen terme, limitant les déséquilibres des balances courantes. Sur le court terme (un an), une marge de fluctuation de 3 % du PIB du pays concerné – reprenant la proposition de « Pacte de stabilité extérieure » de Dullien et Schwarzer – sera appliquée aux excédents ou déficits extérieurs. Cette marge de fluctuation est surtout destinée à amortir les variations conjoncturelles ; elles se produisent par exemple quand un pays connaît une conjoncture favorable sur le marché intérieur, avec des importations en augmentation, mais que ses exportations baissent ou stagnent en raison d'une récession dans d'autres pays d'Europe.

Sur le long terme, en revanche, les balances courantes devraient être équilibrées et on peut s'inspirer à ce propos de la proposition de Keynes : en plus de la marge de fluctuation à court terme de 3 % du PIB, tous les pays devraient respecter un plafond de déséquilibres cumulés fixé à 50 % de la moyenne annuelle de leurs recettes d'exportation. Ce seuil est désigné dans ce qui suit par « plafond à long terme ».

Voici un exemple chiffré pour illustrer ce modèle : le pays A a un PIB de 100 euros, dont 50 %, comme c'est le cas pour l'Allemagne, soit 50 euros, sont destinés à l'exportation. La marge de fluctuation à court terme fixée pour les déséquilibres de la balance courante est donc de 3 euros, le plafond à long terme est quant à lui de 50 % de 50 euros, donc de 25 euros. Si le pays A réalise pendant quatre ans de suite l'excédent annuel maximum autorisé de la balance courante de 3 %, au bout des quatre ans, l'excédent cumulé est de 12 euros, c'est-à-dire 12 % du PIB ou 24 % des recettes annuelles d'exportation. Si le plafond à long terme est de 50 % des recettes d'exportation, il est évident que le pays A ne peut pas continuer durablement de cette façon, sous peine de franchir ce plafond pendant la septième année.

Afin de faire respecter la marge de fluctuation à court terme et le plafond à long terme, il est entendu que l'Union de compensation européenne doit avoir un système contraignant d'incitations et de sanctions progressives. Comme le prévoit actuellement le Pacte de stabilité et de croissance de l'UE, une procédure en infraction serait engagée à l'encontre du pays dépassant certains seuils. Elle commencerait quand un pays franchit la limite à court terme de 3 % du PIB ou atteint la moitié du plafond autorisé à long terme de 50 % des recettes d'exportation. Dans ces deux cas, la Commission européenne enverrait une « lettre de mise en demeure » engageant le pays à s'exprimer

publiquement sur le sujet vis-à-vis du Conseil européen et du Parlement européen, en indiquant comment il entend réduire les déséquilibres.

Parallèlement à la procédure en infraction, il est indiqué d'instaurer un mécanisme de sanctions financières progressives. Comme dans la *Clearing Union* de Keynes, il faut mettre en place une imposition dissuasive sanctionnant même les déséquilibres minimes. Les pays devraient ainsi payer une pénalité annuelle, qui serait de 1 % pour la partie des déséquilibres cumulés dépassant 15 % du plafond à long terme, et de 2 % pour la partie supérieure à 25 % du plafond à long terme. En raison de la position de faiblesse latente des débiteurs, les niveaux de pénalité suivants ne s'appliqueraient qu'aux excédents cumulés : 4 % pour les excédents dépassant 50 % du plafond à long terme et 8 % pour ceux dépassant 75 % du plafond. Les pénalités seraient affectées à un fonds qui pourrait servir à financer des projets européens d'aides structurelles et à la cohésion. Une des missions principales de ce fonds serait d'appuyer des changements structurels visant à l'équilibrage des balances courantes dans les pays excédentaires et déficitaires.

Le mécanisme de sanction qui vient d'être décrit doit également être compris comme un système dissuasif destiné à obliger les pays à balance courante déséquilibrée à fournir un apport constructif à des formes, mises en place en amont, de coordination macroéconomique améliorée et approfondie au sein de l'UE. Si les États membres de l'UE coordonnent, de façon opportune et proactive, leurs politiques dans les domaines économique, social, fiscal, structurel et du marché de l'emploi, il ne devrait pas être difficile de respecter les limites fixées par l'Union de compensation européenne et d'éviter à temps les procédures en infraction.

Si une procédure d'infraction s'avère toutefois nécessaire, la lettre de mise en demeure doit également comporter une annexe formulant des propositions destinées à aider les pays déficitaires et excédentaires à réduire leurs déséquilibres. Dans sa prise de position publique, le pays excédentaire ou déficitaire doit ensuite remettre au Conseil européen et au Parlement européen un « plan de compensation extérieure » exposant les mesures qu'il entend prendre pour réduire les déséquilibres. Le pays est tenu de tenir compte des propositions figurant dans l'annexe à la lettre de mise en demeure. S'il ne reprend aucune ou quelques-unes seulement des mesures figurant dans la liste de recommandations, le pays doit motiver sa décision de façon détaillée et expliquer pourquoi les mesures qu'il a choisies sont, elles aussi, efficaces.

Le Conseil et le Parlement doivent confirmer à la majorité simple qu'ils considèrent le plan de compensation comme valable. Si l'une au moins de ces deux institutions ne valide pas le plan, le pays doit le représenter après l'avoir remanié.

Quand on regarde la gestion actuelle de la crise de l'euro, on voit que les plans d'ajustement imposés aux pays déficitaires ébranlés par la crise comme la Grèce ou la Lettonie ne manquent pas. L'effondrement dramatique des performances économiques de la Lettonie (-18 % en 2009), de la Grèce (-4,2 % en 2010) a cependant bien montré que la stratégie poursuivie jusqu'à présent – une réduction des dettes par un assainissement budgétaire – ne peut pas fonctionner en période de croissance négative. Soit les mesures prises sont complètement inappropriées, soit, tout au moins, elles ne fonctionnent pas tant qu'on laisse les pays excédentaires, pour citer Keynes, tout simplement rester passifs.

Keynes avait prévu trois modes de sanction ou d'ajustement dans le mécanisme de compensation de sa *clearing union* : premièrement, la réévaluation ou la déévaluation forcées des monnaies, deuxièmement, des pénalités financières frappant surtout les excédents accumulés, et troisièmement, des mesures d'ajustement politiques. La zone euro, où il n'y a plus de taux de change, ne dispose plus que deux de ces modes, qui doivent donc être utilisés avec d'autant plus de détermination.

Outre une modification des mesures d'ajustement pour les pays déficitaires, il est surtout important que le catalogue de recommandations joint à la lettre de mise en demeure annonçant la procédure en infraction comporte aussi des modalités d'ajustement efficaces pour les pays excédentaires. Les propositions destinées aux pays excédentaires peuvent être classées en deux grandes catégories :

a). Mesures d'augmentation des importations

Il faut réduire les excédents en stimulant la demande d'importations. Dans le cadre de sa *Clearing Union*, Keynes proposait de le faire par des « mesures d'augmentation du crédit et de la consommation intérieurs » (Keynes 1941/1980 : 80, traduction des auteurs). Il serait bien entendu souhaitable, par un recours différencié aux instruments de politique monétaire de la BCE, de moduler au plan régional l'extension et la limitation du crédit au sein de la zone euro.⁸ Ces possibilités sont très limitées et ce sont donc les mesures de stimulation de la consommation dans les pays excédentaires qui sont, et de loin, les plus importantes.

Il faut en particulier conseiller aux gouvernements des pays excédentaires de viser une augmentation du niveau de salaire moyen, notamment en augmentant les salaires dans la fonction publique et les entreprises publiques. Parallèlement, ils peuvent, en instaurant et augmentant des salaires minimum légaux, en assouplissant les conditions d'accès aux prestations versées au titre de compensation de salaire (p. ex. bases de calcul, critères d'acceptabilité) et en améliorant la protection contre le licenciement, augmenter le poids des salariés dans les négociations collectives avec le secteur privé.

Il est possible de stimuler notablement la consommation et, ce faisant, la demande d'importations, en augmentant les dépenses publiques d'investissement dans le changement des structures sociales et écologiques (p. ex. dans les domaines de l'éducation, de l'efficacité énergétique, de l'isolation thermique, des énergies renouvelables, de la santé, de la garde d'enfants, du développement et de la transformation écologiques des transports ferroviaires de voyageurs et de marchandises, des transports en commun et de la mobilité électrique) et en augmentant les transferts sociaux au bénéfice des chômeurs, retraités et autres personnes sans ou à faible revenu.

⁸ À ce propos, il faut notamment garder à l'esprit que l'exécution pratique de nombreuses opérations de politique monétaire est encore du ressort des banques centrales nationales. Les mesures permettant de limiter les différences nationales en matière de gestion de la masse monétaire sortent du cadre de ce document. On peut toutefois penser à certaines différenciations pour les taux de réserve minimum ou à l'introduction de taux de réserves d'actifs minimum modulés par région par ou secteur.

b). Des changements structurels réduisant la dépendance vis-à-vis des exportations

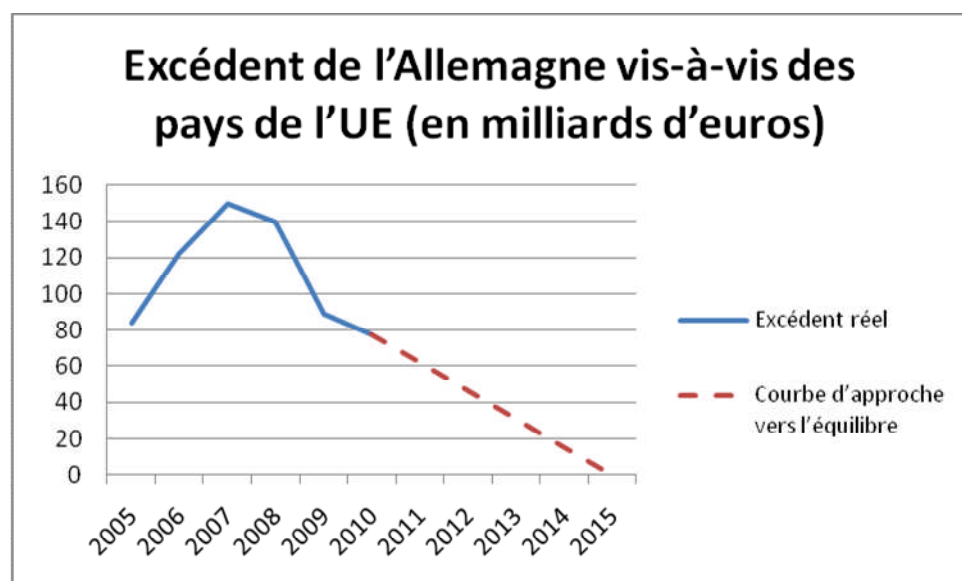
Outre cette augmentation des importations, il faut, surtout dans les pays comme l'Allemagne, réduire la dépendance vis-à-vis des exportations et faire en sorte que la production soit plus tournée vers le marché intérieur. La stimulation de la consommation qui vient d'être évoquée renforcerait déjà beaucoup ce processus, car cet important surcroît de pouvoir d'achat intérieur augmenterait enfin les débouchés des entreprises travaillant essentiellement pour l'exportation.

Bien entendu, l'augmentation du niveau de salaire moyen fait perdre à l'industrie exportatrice une partie de son avantage concurrentiel. En même temps, nous devons de toute façon rendre l'économie nationale neutre d'un point de vue climatique et réagir à l'évolution démographique en créant de nouveaux emplois hautement qualifiés dans les domaines de la santé, de l'éducation et des infrastructures. En renforçant la demande intérieure, on soutient fortement ce changement structurel menant à une économie durable.

4. L'entrée dans une Union de compensation européenne : une courbe d'approche pour l'Allemagne

L'adoption d'un tel système de compensation des balances courantes exigerait dans un premier temps d'imposer à tous les pays des courbes d'approche contraignantes indiquant comment ils réduiront progressivement leurs déséquilibres au cours des 5 à 8 années de telle sorte qu'ils ne dépassent pas la moitié du plafond à long terme. En cinq ans, de 2006 à 2010, la République fédérale a accumulé vis-à-vis des pays de l'UE un excédent de balance courante d'environ 580 milliards d'euros. Si elle entend ramener cet excédent à zéro entre 2011 et 2015, en partant de l'excédent relativement faible d'environ 80 milliards d'euros en 2010, elle doit réaliser une réduction annuelle cumulée d'environ 16 milliards d'euros (cf. figure 4). Pour l'ensemble de la période de cinq ans, la réduction nécessaire totale serait d'environ 230 milliards d'euros.

Figure 4 :



Source : Deutsche Bundesbank, calculs des auteurs

Pour réduire son excédent structurel d'au moins 80 milliards d'euros vis-à-vis des pays de l'UE, la République fédérale devra à la fois augmenter ses importations et réduire ses exportations. Les importations d'énergies renouvelables en provenance de pays à fort ensoleillement du sud de l'Europe sont un bon moyen de réaliser les objectifs de l'UE en matière climatique. Des investissements européens supplémentaires seront nécessaires pour remplacer le plus rapidement possible les importations de pétrole et de gaz par cette énergie solaire. L'UE pourrait mettre en place des incitations afin que les Allemands affectent au financement de ces projets la part des augmentations de salaires qu'ils consacrent à l'épargne.

Dans l'hypothèse où les deux tiers environ des augmentations des salaires réels sont consacrés à des dépenses de consommation supplémentaires et qu'au moins 10 % de ces dépenses concernent des importations, chaque pour cent d'augmentation des salaires réels se traduit par une augmentation des importations d'au moins 36 à 48 milliards d'euros, dont la moitié environ est probablement consacrée à des importations en provenance de l'UE.⁹

Les augmentations des salaires réels ne font pas que dynamiser la demande d'importations, elles réduisent aussi la compétitivité des produits allemands, qui a augmenté ces dernières années de façon excessive par rapport à ses partenaires commerciaux européens. C'est une option incontournable, même si elle se traduira pour certaines entreprises, leur personnel et certaines branches du secteur des exportations, par des carnets de commande moins bien remplis. Dans une optique de changement structurel, l'élément déterminant est la façon dont on réussira à compenser le recul de la demande extérieure en produisant pour le marché intérieur. Il ne sera guère possible de compenser les exportations de certains produits en les écoulant sur le marché intérieur. Ainsi, il n'est ni possible, ni souhaitable, d'épandre sur les surfaces agricoles allemandes, déjà surfertilisées, les produits chimiques, comme les engrais, dont l'Allemagne est un grand exportateur. De même, vouloir commercialiser en Allemagne les voitures allemandes qui se seraient plus vendues à l'étranger est une approche à courte vue. En effet, l'Allemagne exporte surtout de grosses voitures de haut de gamme, encore plus polluantes que bien des petites voitures importées de France, d'Italie et d'ailleurs. Il ne serait donc utile, ni au plan écologique, ni pour la réduction de l'excédent commercial, que les grosses voitures allemandes remplacent les petites françaises et italiennes sur les routes d'Allemagne. Par contre, le changement structurel, cela peut être de transformer les usines fabriquant des moteurs de voitures pour qu'elles puissent produire des mini-centrales électriques de cave pour les particuliers. Ces centrales pourraient, par leur flexibilité, venir compléter les énergies renouvelables tributaires du vent et du soleil, ce que ne peuvent pas faire les centrales nucléaires et au charbon, insuffisamment réactives.

Selon des calculs de l'institut de recherche DIW et de la Bundesbank, les marchés étrangers réagissent à une baisse de 1 % des prix des biens de l'industrie manufactu-

⁹ 2 500 milliards d'euros (PIB) x 65 % (part relative des salaires) x 67 % (part relative de la consommation) x 10 % (part minimum supposée des importations dans la consommation), moins la T.V.A., moins environ 50-60 % pour la part du chiffre d'affaires restant en Allemagne (commerce de détail, transports, services financiers, etc.)

rière par une augmentation moyenne d'environ 0,9 % de la demande (rapport hebdomadaire du DIW n° 29/ 2004, rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank 1/1997). Toujours selon le DIW, les exportations des industries du matériel de transport, de l'habillement et du travail du bois sont les plus sensibles aux prix. La production automobile est un secteur fortement automatisé où la part des coûts salariaux, relativement faible, est comprise entre 15 et 20 %. Si, entre 2001 et 2008¹⁰ (cf. figures 2 et 3), les salaires avaient connu dans l'industrie automobile allemande une augmentation plus forte de 15 %, comme cela a été le cas en France, ses coûts de production auraient augmenté d'environ 2,5 à 3 %. Selon les chiffres cités par le DIW et la Bundesbank, la progression des exportations de l'industrie automobile allemande se serait tassée d'au moins autant pendant la même période. Une réduction de 3 % des exportations de véhicules ferait baisser d'environ 3 milliards d'euros l'excédent d'exportations annuel de l'Allemagne vis-à-vis de l'UE¹¹.

Dans l'intérêt d'une évolution plus stable du commerce extérieur en Europe, il est sans aucun doute indispensable que l'Allemagne abandonne son orientation excessive sur les exportations pour se tourner plus vers la demande intérieure. Cela s'accompagnera certainement de glissements, allant de l'industrie manufacturière, de préférence vers des emplois bien payés et bénéficiant d'une protection sociale efficace dans le secteur des services. Nous parlons donc ici de mutations structurelles à long terme, qui, comme l'abandon de la production de houille, exigent de l'endurance, beaucoup d'imagination et une politique structurelle très active de la part de toutes les institutions concernées, qu'elles soient publiques (Fédération, Länder et communes) ou non (entreprises, syndicats, fédérations), etc.

Même si les mutations structurelles évoquées ici constituent un défi énorme, elles sont néanmoins réalisables. Étant donné que ces mutations structurelles sont inévitables dans une optique de transformation sociale et écologique, notamment pour des raisons de protection du climat et de l'environnement, la situation actuelle offre une excellente occasion de les promouvoir en mettant en place un nouveau régime macroéconomique en Europe.

Cette nouvelle réglementation européenne serait conforme à la législation allemande. L'engagement de respect de l'équilibre global de l'économie inscrit dans la Loi fondamentale (article 109, alinéa 3) a été explicitement intégré au contexte européen lors de la dernière modification de l'article par la 2^e Commission sur le fédéralisme. La perspective économique globale de cette proposition repose donc sur des bases juridiques existantes.

L'intégration au contexte européen y a malheureusement été effectuée sur la base du frein à l'endettement ancré dans la Loi fondamentale et il est fort douteux qu'il soit ainsi

¹⁰ Une « croissance supplémentaire des salaires » de 15 % semble, au premier abord, inenvisageable, car très élevée. Répartie sur la période 2000-2008, elle ne se serait traduite que par une augmentation, bien moins inenvisageable, de 1,57 % par an des accords salariaux.

¹¹ Avec des exportations de véhicules à moteur et de pièces pour ces véhicules représentant 155 milliards d'euros entre 11/2009 et 10/2010, un recul de 3 % correspond à une baisse de 4,65 milliards d'euros. En 2008, plus de 70 % des exportations de véhicules étaient destinées à l'Europe.

possible d'apporter une contribution à l'équilibre global de l'économie. Pourtant, il est juste de faire référence au Cadre européen. Il faut maintenant remanier le Cadre européen dans le sens d'une « Unité européenne de compensation » ou d'un « frein à l'endettement extérieur », afin qu'il ramène aussi l'Allemagne sur la voie de la vertu macroéconomique.

Dans cet esprit, une « Union de compensation européenne » n'est rien d'autre que l'application internationale, transférée dans l'ici et le maintenant, de la loi de stabilité de 1967 (« Loi de promotion de la stabilité et de la croissance de l'économie »). Ce texte, qui est toujours en vigueur, oblige le gouvernement fédéral à préserver l'équilibre global de l'économie en prenant notamment des mesures de politique économique et financière favorables à l'équilibre extérieur. Cette loi reconnaissait déjà explicitement la nécessité d'une coordination internationale en matière de politique économique.

Au lieu d'arrêter le projet européen en généralisant à l'échelle européenne le frein à l'endettement tout récemment adopté par l'Allemagne, il convient d'adopter un « frein à l'endettement extérieur », inspiré de Keynes, qui devrait empêcher la dérive entre les pays d'Europe et réunir une Europe macroéconomique et solidaire sur la voie d'une « Union de compensation ».

Bibliographie :

- Commission européenne (2011 a) : The Design of the Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Current External Balance and Net Foreign Financial Asset Position, ECFIN/B1/ARES SN (2011) 140505.
- Commission européenne (2011 b) : The Design of the Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Export Market Shares, ECFIN/B1/ARES SN (2011) 140472.
- Commission européenne (2011 c) : The Design of the Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: HIPC, ECFIN/B1/ARES SN (2011) 140467.
- Commission européenne (2011 d) : The Design of the Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Unit Labour Costs (ULC), ECFIN/B1/ARES SN (2011) 140522.
- Commission européenne (2011 e) : The Design of the Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Real Effective Exchange Rate based on Unit Labour Costs, ECFIN/B1/ARES SN (2011) 140441.
- Commission européenne (2011 f) : The Design of the Scoreboard for the Surveillance of Macroeconomic Imbalances: Real Effective Exchange Rate based on Unit Labour Costs, ECFIN/B1/ARES SN (2011) 140441.
- Deutsche Bundesbank (1997): Wechselkurs und Außenhandel, Monatsbericht Januar, Frankfurt am Main.
- DIW (2004): Sektoraler Auslandsabsatz reagiert unterschiedlich auf Wechselkursveränderungen, Wochenbericht Nr. 39/2004, Berlin.
- Dullien, Sebastian und Scharzer, Daniela (2009): Die Eurozone braucht einen außenwirtschaftlichen Stabilitätspakt, SWP-Aktuell 27, Berlin.

- Heinen, Nicolaus (2011) : Makroökonomische Koordinierung. Was kann ein Scoreboard-Ansatz leisten (Coordination macroéconomique. Que peut faire une approche de type « tableau de bord »), Deutsche Bank Research, 13 janvier 2011.
- Keynes, John Maynard (1941/1980) : Activities 1940-1944 : Shaping the Post-War World: The Clearing Union, in : The collected writings of John Maynard Keynes, Vol. XXV, Macmillan/Cambridge University Press, London/Cambridge : 1980.