

# L'euro : un succès encore inachevé

Par François VILLEROY DE GALHAU

Gouverneur de la Banque de France

et Laurent ABRAHAM

Direction des Études européennes et internationales

Vingt-cinq ans après Maastricht, l'Union monétaire est un succès, mais l'Union économique reste à faire. Face à la crise, seule la politique monétaire a permis de préserver ce bien commun qu'est l'euro. Dans le même temps, des mesures indispensables ont été prises, parfois dans l'urgence, pour renforcer l'édifice. Mais alors que l'Europe renoue avec une croissance soutenue, les pompiers doivent passer le témoin aux architectes : le temps de la consolidation, c'est maintenant. Les réformes menées au niveau national sont indispensables. Elles devraient voir leurs effets amplifiés par quatre accélérateurs européens. Dès aujourd'hui, un accélérateur « macro », fondé sur une stratégie économique collective, et un accélérateur « micro », constitué d'une « Union de financement pour l'investissement et l'innovation », peuvent dynamiser l'économie européenne et renforcer la confiance. À plus long terme, un accélérateur budgétaire visant à financer des biens communs européens et un accélérateur institutionnel incarné par un ministre des Finances de la zone euro permettront l'optimisation de notre Union économique et monétaire.

L'année 2017 a été marquée par le vingt-cinquième anniversaire du Traité de Maastricht, qui avait concrétisé le souhait des États de la Communauté économique européenne de progresser vers une union monétaire. J'étais à Maastricht, avec beaucoup d'autres : l'aboutissement des négociations, malgré les incertitudes et les divergences entre parties prenantes, témoignait d'une volonté collective d'apporter une réponse à la hauteur des enjeux économiques et historiques. Il s'agissait en effet de résoudre le problème des fluctuations monétaires qui déstabilisaient le fonctionnement du marché unique et, plus encore, de garantir la prospérité et l'avenir d'une Europe appelée, au lendemain de la chute du mur de Berlin, à se rassembler pour assurer son rôle dans le monde multipolaire à venir.

Cette monnaie unique est aujourd'hui un bien commun utilisé par plus de 340 millions de personnes, dont les bénéfices concrets sont : la stabilité des prix, la facilitation des paiements, l'amélioration du fonctionnement du marché unique, la convergence nominale, sans oublier le rôle international de la monnaie européenne. L'euro est, de ce fait, soutenu par 73 % des citoyens européens, et par 72 % des Français<sup>(1)</sup>. Certaines lacunes de la construction européenne ont cependant été mises au jour lors de la grande crise financière de 2008, dont la crise de la zone euro est une ramification. Cette dernière a pu être maîtrisée au moyen de mesures de soutien à l'économie et de renforcement de la stabilité, dont une bonne part a été décidée et mise en œuvre pour faire face à une situation d'urgence.

Alors que la croissance des économies de la zone euro est aujourd'hui engagée dans une dynamique positive, que la confiance est rétablie, le temps est venu de la consolidation de la construction européenne et de l'accélération de l'intégration. C'est maintenant, ou jamais. Il importe pour cela de dresser le bilan de ce qui a été réalisé, et des faiblesses toujours présentes, afin de dessiner une perspective ambitieuse, mais pragmatique pour l'avenir de l'Union monétaire.

## L'Union monétaire est un succès, mais elle doit être complétée

Le succès de l'Union monétaire a été la source de bénéfices concrets. Elle a permis la stabilité des prix, avec une inflation moyenne à 1,7 % depuis son introduction (1999-2016), contre 4,6 % au cours des dix-huit années précédentes (1981-1998). Elle a favorisé la convergence nominale et une baisse des taux d'intérêt (corollaire de la confiance des investisseurs en ce projet commun). Enfin, l'euro est devenu une monnaie reconnue au plan international : il s'agit d'un atout économique, source de poids politique et économique pour la zone euro.

## Face à la crise, des renforcements ont déjà été mis en place

La crise a cependant révélé des lacunes en matière de coordination, de gestion de crise et de partage du

(1) Commission européenne, Eurobaromètre Standard 87, printemps 2017.

risque. En réaction à ces difficultés, les États membres et les institutions européennes ont su prendre, parfois dans l'urgence, les mesures nécessaires pour rétablir la situation.

En ce qui concerne la coordination économique et la surveillance budgétaire, plusieurs initiatives (parmi lesquelles le Semestre européen, la procédure sur les déséquilibres macroéconomiques et le Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) ont constitué de réels progrès. Ces textes ont donné de nouveaux moyens d'action et de recommandation à la Commission européenne et permis d'améliorer le dialogue entre les institutions et les États – dans le cadre du Semestre européen – pour une meilleure mise en œuvre de la discipline commune.

La capacité de gestion de crise a elle aussi été bâtie au fur et à mesure des développements de la crise de 2008. Son élément le plus conséquent est le Mécanisme européen de stabilité (MES), qui a été créé par un traité intergouvernemental. Entré en vigueur en septembre 2012, il permet désormais de soutenir les États de la zone euro en difficulté grâce à de multiples instruments : prêts, achats sur le marché primaire, achats sur le marché secondaire, prêts aux gouvernements à des fins de recapitalisation de leurs banques, voire recapitalisation directe de celles-ci.

La spéculation sur les marchés trouvant aussi sa source dans l'absence d'un dispositif à même de réduire le risque de spirale négative entre banques et gouvernement, la création de l'Union bancaire, enclenchée dès 2012, s'est concrétisée les années suivantes par l'entrée en vigueur de ses deux premiers piliers : le Mécanisme de surveillance unique (MSU) et le Mécanisme de résolution unique (MRU). Les succès qu'ont constitués ces initiatives et l'efficacité dont font aujourd'hui preuve ces deux mécanismes doivent encourager à achever cette Union, notamment en mettant en place un soutien public au Fonds de résolution unique.

Pour alimenter la reprise économique, le plan Juncker d'investissement, présenté en 2014, mobilise les compétences de la Banque européenne d'investissement afin de tirer le meilleur parti des opportunités dans un contexte budgétaire contraint. L'Union des marchés de capitaux a aussi vocation à renforcer la croissance en facilitant l'utilisation de l'excédent d'épargne en Europe pour assurer le financement des investissements, tout en contribuant à la stabilité financière.

Enfin, et surtout, il faut évoquer le rôle clé joué par la politique monétaire tout au long de cette période. En 2012, la BCE a mené une action déterminante – résumée par le « *Whatever it takes* » de Mario Draghi et l'élaboration du programme d'Opérations monétaires sur titres (OMT) – affirmant ainsi que l'intégrité de la zone euro était une priorité absolue. Depuis l'été 2014, les mesures de politique monétaire non conventionnelles sans précédent mises en œuvre par l'Eurosystème ont permis d'éviter le risque déflationniste et de ré-ancrer les anticipations d'inflation à la cible et de soutenir l'économie. Mais il est plus que jamais pertinent de souligner que la politique monétaire ne peut pas tout. C'est pourquoi il est aujourd'hui nécessaire de

faire le diagnostic lucide de ce qui doit encore être amélioré afin de compléter notre Union monétaire par une véritable Union économique.

### Les règles et la discipline de marché ne suffisent pas à garantir la mise en œuvre de politiques responsables et coopératives

Avant la crise, il était trop souvent attendu que la dynamique entre les règles du Pacte de stabilité et de croissance et la discipline de marché suffise à responsabiliser les États membres en les incitant à mener des politiques budgétaires prévoyantes et responsables, notamment du fait de la clause de « non-renflouement » présente dans le Traité de Maastricht<sup>(2)</sup>. Il s'est avéré que, malgré une convergence nominale, la convergence structurelle entre les économies des États membres de la zone euro est demeurée faible dans les années qui ont suivi l'adoption de la monnaie unique. Cette illusion disparue, des spéculations disproportionnées ont, lors de la crise souveraine européenne, accru les difficultés des États les plus affectés. Même si la situation a pu être rétablie, notamment grâce à l'action de la BCE, et s'il existe aujourd'hui des propositions pertinentes pour rendre plus efficace et moins déstabilisant le rôle de cette discipline de marché, il faut retenir de cette expérience qu'une banque centrale ne peut, à elle seule, garantir le bon fonctionnement sur le long terme de l'Union économique et monétaire (UEM).

Il en est de même pour les règles communes, dont le principal symbole est le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Avant la crise, ces règles ont été progressivement assouplies et insuffisamment respectées, ce qui a été très coûteux en termes de crédibilité et de confiance mutuelle. Ces règles se sont ensuite, au cours de la crise, montrées trop rigides – au risque d'entraver la reprise économique –, avant d'être réformées et adaptées afin d'aller vers une plus grande souplesse, au prix d'une certaine complexité supplémentaire.

Ce manque de lisibilité et surtout le manque d'efficacité dans l'application des règles communes expliquent la carence en matière de coordination des politiques économiques dans la zone euro. Alors qu'elle connaît aujourd'hui une reprise économique, le retard pris par la zone euro au cours de la crise persiste : entre 2011 et 2015, on observe un retard cumulé de la croissance, dans la zone euro, par rapport aux États-Unis, de 7,5 points de PIB et de 5 points de PIB par habitant. Selon une étude de la Banque de France<sup>(3)</sup>, cette carence aurait, sur la période de 2011 à 2013 (durant laquelle ses effets ont été les plus flagrants), coûté entre 2 et 3 points de PIB à l'ensemble des pays de la zone.

Ce diagnostic nous amène à nous interroger sur la manière de relever le défi suivant : comment favoriser et encourager la mise en œuvre de politiques responsables et

(2) Clause aujourd'hui reprise à l'article 125 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE).

(3) DGEI (2017), « Coût des carences de coordination des politiques économiques dans la zone euro », Bulletin de la Banque de France, n°211, pp. 35-43.

coopératives au sein de l'UEM de manière efficace, légitime et lisible ? Répondre à cette question nécessite de sortir des débats ressassés depuis de nombreuses années au sein de la zone euro et d'adopter une approche collective et pragmatique.

## **Approfondir l'Union économique par une stratégie collective**

### **Des impératifs pour dépasser les clivages**

La solide reprise économique actuelle nous donne l'opportunité d'agir dans un contexte favorable. Alors même qu'il y a urgence à ce que la politique économique vienne soutenir une politique monétaire qui a déjà fait beaucoup, nous devons dépasser les lignes de clivage qui nous ont trop souvent empêchés d'avancer.

Le débat sur l'Union bancaire et sur son parachèvement est symptomatique des difficultés que nous rencontrons quand il s'agit d'approfondir l'Union économique et monétaire du fait de sa polarisation sur les questions de la réduction et du partage des risques. Il s'agit en réalité de deux aspects d'une même problématique sur lesquels il est indispensable d'avancer en parallèle, car ils contribuent tous deux à renforcer la stabilité financière. Dans ce cadre, nous pouvons simultanément mettre en place un filet de sécurité commun pour le Fonds de résolution unique, prendre des mesures de réduction des risques (traitement des créances douteuses, harmonisation des régimes de faillite des entreprises, mise à disposition d'actifs européens sûrs) et préparer les prochaines étapes du partage des risques (par exemple, dans le domaine de l'assurance des dépôts).

De la même manière, il est capital de ne pas nous enliser dans des débats sans fin sur le recours aux règles, aux institutions ou à la discipline de marché. La discipline de marché est indispensable au bon fonctionnement de nos économies, mais en raison de ses angles morts elle doit être complétée par des règles pertinentes et crédibles, qui soient réellement appliquées. Ces règles nécessitent l'appui d'une institution ayant une légitimité politique suffisante pour les faire appliquer, pour les faire évoluer (si nécessaire), et qui rende compte de son action. Ces trois volets sont donc pertinents et, plutôt que de les opposer, il s'agit de les faire fonctionner en synergie.

Enfin, les questions de méthode, c'est-à-dire le recours à l'intergouvernemental ou au communautaire, la possibilité d'avancer à l'échelle de l'UE ou dans un cadre plus limité, ne doivent pas devenir le seul horizon des discussions sur l'avenir de l'UEM. Le président de la Commission, Jean-Claude Juncker, a eu raison de souhaiter, dans son discours sur l'état de l'UE du 13 septembre dernier, qu'à terme, l'euro devienne la monnaie unique de l'ensemble de l'Union. Mais cela ne doit pas se faire au détriment de l'efficacité de notre action : des réformes mises en œuvre par un groupe restreint de pays, puis adoptées par l'ensemble de l'Union une fois que la preuve de leur pertinence aura été établie valent mieux que l'absence de réformes. Dès lors que la zone euro reste un club ouvert, aucun de ceux qui choisissent de rester à l'extérieur n'a de légitimité à en bloquer les avancées.

## **Mettre en place une stratégie collective grâce à quatre accélérateurs**

Ces réformes doivent, en premier lieu, être nationales, et nous avons, en France, un gouvernement qui a fait le choix de s'engager en la matière en enclenchant, d'une part, le rétablissement de nos finances publiques et, d'autre part, des réformes profondes du marché du travail. Ces réformes doivent être encouragées partout où elles sont nécessaires et complétées par une ambition de transformation, notamment dans le domaine éducatif, où la formation professionnelle et l'apprentissage ont un rôle clé à jouer.

Le renforcement de la zone euro permettra de décupler le potentiel de ces réformes structurelles en fournissant un cadre favorable et stable à leur mise en œuvre. Nous pouvons pour cela définir une stratégie collective reposant sur quatre accélérateurs, dont les deux premiers peuvent être mis en route dès aujourd'hui, sans révision des Traités :

- Un accélérateur « macro » reposant sur une stratégie économique collective. Une coordination des politiques économiques pourrait ainsi reposer sur un engagement mutuel des États membres de la zone euro à conduire les réformes là où elles sont nécessaires et à mener des politiques de soutien budgétaire là où une marge de manœuvre existe. Cette stratégie pourrait être complétée par la mise en place d'un instrument de prêt pour la stabilisation jouant un rôle complémentaire de celui des stabilisateurs nationaux, lorsqu'un État fait face à une situation difficile, sans pour autant que celle-ci nécessite de programmes du Mécanisme européen de stabilité (MES). Une fois que la gouvernance et les missions du MES auront évolué, un Fonds monétaire européen (FME) pourrait ainsi prendre en charge le financement tant de la prévention que de la gestion de crise.
- Un accélérateur « micro » fondé sur une Union de financement pour l'investissement et l'innovation. Le plus souvent, ce volet d'intégration financière est moins mis en avant que la réforme de la gouvernance, alors même qu'il peut être une source importante de gains en matière d'emplois et de croissance, tout en réunissant les États européens autour d'un projet concret. Il s'agit ainsi de mobiliser les 350 milliards d'euros d'excédent d'épargne de la zone euro, notamment en faveur des fonds propres des entreprises, qui sont la clé d'une économie d'innovation, et de mettre en synergie, grâce à un pilotage intégré, le plan Juncker, l'Union des marchés de capitaux et l'Union bancaire.
- Un accélérateur budgétaire permettant de financer au niveau communautaire des biens communs européens. À la condition d'un renforcement de la confiance entre les États membres et d'une convergence économique accrue, il devrait être possible de mettre en place un budget commun finançant des projets dans le numérique, la transition énergétique, la sécurité et la gestion des migrations, et ce, au bénéfice de l'ensemble des citoyens de l'Union.
- Un accélérateur institutionnel incarné par un ministre des Finances de la zone euro. Ce ministre, président de l'Eurogroupe et membre de la Commission, s'appuierait

sur un Trésor européen et rendrait compte de son action à une formation « euro » du Parlement. Cela permettrait de renforcer la lisibilité du processus décisionnel et d'accroître la légitimité démocratique des institutions, rendant ainsi plus efficace la stratégie collective menée par les États de la zone euro. Mais ce volet institutionnel n'a de sens que s'il est au service d'une accélération sur le fond : un accord de façade sur la désignation d'un ministre des Finances sans compétence réelle ne réglerait évidemment rien.

Construire l'avenir de notre Union requiert, pour citer Alcide De Gasperi, que nous fassions appel à « *la pazienza del metodo democratico, con lo spirito costruttivo delle intese, nel rispetto della libertà* »<sup>(4)</sup>, une patiente applica-

tion de la méthode démocratique, avec l'esprit constructif des accords, dans le respect de la liberté : voici la méthode qui doit guider notre action. Nous pouvons dès aujourd'hui, et sans empiéter sur les prérogatives des États, tirer le meilleur parti de nos institutions afin de renforcer notre projet commun. Ceci contribuera, à terme, à créer les conditions d'un approfondissement de l'Union européenne élaboré et approuvé par les gouvernements et par les peuples européens.

---

(4) DE GASPERI A. (1952), Discours d'acceptation du prix Charlemagne.