

«L'échec de l'euro sera l'échec et la fin de l'intégration européenne»  
aimaient à rappeler d'une même voix la Chancelière Merkel et le  
Président Hollande ! Voilà qui situe d'emblée la Zone euro au cœur de  
l'Europe, où elle forme une avant-garde dont l'initiative a été lancée  
par Jacques Delors. L'enjeu est donc crucial, et c'est pour réfléchir  
à l'avenir de la Zone euro que le *Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes* a réuni en mars 2019 d'éminents  
spécialistes comme Jean-Claude Trichet, Jean-Pierre Roth, Charles  
Wyplosz, Michel Aglietta, Ivo Maes, José Leandro de la Commission  
européenne, ou Clément Beaune, le conseiller «Europe» du Président  
Macron. S'y ajoute un texte du Président grec Prokópios Pavlóoulos.  
La première partie fait l'historique de l'intégration économique et  
monétaire. Dans la deuxième partie sont analysés les principaux  
facteurs déterminants pour la stabilité et la pérennité de la Zone  
euro. Enfin la troisième partie, particulièrement développée, traite  
des enjeux d'avenir que la Zone euro doit se préparer à affronter et  
des réformes qui paraissent nécessaires pour assurer notamment  
une meilleure convergence des économies, un renforcement des  
maillons faibles des chaînes de responsabilité, une meilleure prise  
en compte des dimensions sociales et environnementales, une plus  
grande capacité de relance par l'économie.

Inauguré en octobre 2016 dans le cadre du *Global Studies Institute*  
de l'Université de Genève, le *Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes* a pour mission d'effectuer des recherches  
académiques sur des thèmes de pointe liés à la construction  
européenne. Son Comité directeur est composé des Prof. René  
Schwok (Président), Dusan Sidjanski, Nicolas Levrat, Sandra Lavenex,  
et du Secrétaire général de l'Université Dr Didier Raboud. Le Conseil  
consultatif est composé de: Prof. Micheline Calmy-Rey, Viviane  
Reding, Dimitris Avramopoulos, Antoine Firmenich, Prof. Ronald  
Inglehart, John Latsis, Jean-Pierre Roth, Prof. Paul Taylor, Jacques de  
Watteville. Chercheurs affiliés: Dr. Frédéric Esposito, Dr. Miroslav  
Jovanović, Dr. Georges Kolyvas, Dr. François Saint-Ouen. Le professeur  
invité en 2018-2019 est Dr. Sandro Gozi.

ISBN 978-2-8399-2672-0

L'AVENIR DE LA ZONE EURO

PUBLICATIONS DU CENTRE DE COMPÉTENCES  
DUSAN SIDJANSKI EN ÉTUDES EUROPÉENNES

PUBLICATIONS DU CENTRE DE COMPÉTENCES  
DUSAN SIDJANSKI EN ÉTUDES EUROPÉENNES

## L'AVENIR DE LA ZONE EURO

Éd.  
SANDRO GOZI  
DUSAN SIDJANSKI  
FRANÇOIS SAINT-OUEN



CENTRE DE COMPÉTENCES  
DUSAN SIDJANSKI  
EN ÉTUDES EUROPÉENNES

GLOBAL STUDIES  
INSTITUTE



UNIVERSITÉ  
DE GENÈVE



*Impressum*  
*Centre d'impression*  
*de l'Université de Genève*  
*mai 2019*

## **L'AVENIR DE LA ZONE EURO**

**PUBLICATIONS DU CENTRE DE COMPÉTENCES  
DUSAN SIDJANSKI EN ÉTUDES EUROPÉENNES**

**Titres déjà parus dans cette collection**

**1**

**Union de valeurs ? La mise en œuvre des valeurs et des principes fondamentaux de l'Union Européenne – Union of Values ? Implementing the values and principles of the European Union (2018)**

Dusan Sidjanski, François Saint-Ouen, Constantin Stephanou (éd.)

**2**

**Europe's Existential Crisis (2018)**

Dusan Sidjanski

**3**

**L'avenir de l'Union Européenne, défis et initiatives (2018)**

Jean-Marc Ayrault, Dusan Sidjanski, François Saint-Ouen (éd.)

PUBLICATIONS DU CENTRE DE COMPÉTENCES  
DUSAN SIDJANSKI EN ÉTUDES EUROPÉENNES

4

## **L'AVENIR DE LA ZONE EURO**

édité par  
SANDRO GOZI  
DUSAN SIDJANSKI  
FRANÇOIS SAINT-OUEN



## Avant-propos

Inauguré en octobre 2016 dans le cadre du *Global Studies Institute* de l'Université de Genève, le *Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes* réunit une petite équipe, comprenant pour l'instant trois post-doctorants et une assistante doctorante, qui est appelée à se développer à l'avenir. Ce noyau de chercheurs-enseignants est appuyé par une collaboratrice, Patricia van Gene, et deux assistants de recherche, Clara Commeau et Miquel Vidal Bover, qui se partagent un plein temps. Dr François Saint-Ouen, co-éditeur de cet ouvrage, est le plus proche collaborateur du Prof. Sidjanski au sein du *Centre de compétences*.

Le Centre a pour mission d'effectuer des recherches académiques sur des thèmes très pointus, s'agissant d'une unité dont les activités se situent dans la continuité du Master en études européennes du *Global Studies Institute*. Un de ces thèmes est précisément la Zone euro, son historique et son développement, tâche confiée au Dr Christakis Georgiou. Un autre domaine, auquel se consacre Dr Jérôme Duberry, est l'utilisation de l'Internet et son impact sur la gouvernance environnementale et l'exercice de la démocratie. Les relations entre la Suisse et l'UE constituent un troisième thème de recherche dont s'occupe Dr Blaise Fontanellaz. L'assistante Ema Galifi se concentre quant à elle sur les aspects culturels des intégrations notamment dans une partie de la région de la Méditerranée, sur la culture européenne à la fois commune et diversifiée, ainsi que sur le dialogue des cultures qui est le fondement de la paix mondiale.

Trois précédentes publications témoignent des activités du *Centre de compétences*. Celle-ci est la quatrième. Elle a pour thème *L'avenir de la Zone euro* et reprend l'essentiel des contributions qui ont été présentées lors du colloque organisé le 8 mars 2019 à l'Université de Genève par le *Centre de compétences*. Nous espérons que le Centre, tout en étant pour l'instant peu doté mais appelé à se développer, pourra contribuer à la survie et au développement de l'Europe.

La *première partie* de l'ouvrage est consacrée aux origines de la Zone euro. Le Prof. Ivo Maes y évoque les principales étapes du processus d'intégration monétaire depuis la période de l'après-guerre (Union européenne des paiements, traité de Rome, rapport Werner, Système monétaire européen, rapport Delors et traité de Maastricht) qui font apparaître qu'il est loin d'être linéaire, car il a souvent été interrompu par toute une série de difficultés d'ordre économique et politique. Par ailleurs on peut penser, comme Christakis Georgiou, que la transition vers le capitalisme oligopolistique en Europe a été l'un des moteurs du dé-

veloppement de l'interdépendance économique entre États européens (création de "champions" nationaux, puis de champions européens).

La *deuxième partie* analyse la situation actuelle de l'union monétaire. Il apparaît que la règle de discipline commune consistant au respect d'un déficit public maximal de 3 % n'a pas été suffisante pour assurer une convergence macroéconomique des pays membres et empêcher un déficit croissant des paiements des pays du Sud de l'Europe par rapport à ceux du Nord. José Leandro présente par ailleurs les principaux axes de réflexion de la Commission sur la Zone euro, ses analyses étant complétées par celles de Clément Beaune, conseiller du Président Macron pour les questions européennes, qui met l'accent tout particulièrement sur la fonction de stabilisation que pourrait avoir un budget de la Zone euro.

La *troisième partie*, orientée délibérément vers l'avenir, occupe une large place dans cet ouvrage. Elle est introduite par Jean-Claude Trichet, ancien Président de la Banque Centrale Européenne, qui insiste sur la résilience dont a fait preuve la Zone euro lors de la crise, mais juge néanmoins indispensable de la renforcer par diverses mesures qui permettraient de garantir une meilleure convergence entre les pays. Le Prof. Pavlopoulos, actuel Président de la Grèce, relève que l'Eurogroupe n'a qu'un caractère informel, ce qui pose problème au vu des pouvoirs considérables qu'il exerce. Les autres contributions, notamment celles des Prof. Wyplosz et Aglietta, insistent d'une part sur la fragilité de la Zone euro et la nécessité de remédier à certaines de ses faiblesses en complétant l'union bancaire et en dotant la BCE de tous les moyens dont dispose une banque centrale, d'autre part sur la nécessité de l'inscrire dans des objectifs écologiques et sociaux de croissance soutenable, passant notamment par une réforme du plan Juncker et des efforts de restructuration de la finance européenne.

Dr. Sandro Gozi, Prof. Dusan Sidjanski, Dr. François Saint-Ouen

**En guise de remerciement**, Dusan Sidjanski et les membres du Comité de direction du Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes expriment leur reconnaissance au Professeur Yves Flückiger, Recteur de l'Université de Genève, pour ses encouragements et son Haut Patronage. Ils tiennent à témoigner leur gratitude pour leurs soutiens fidèles à Dr Spiro Latsis et Madame Margarita Latsis, ainsi qu'à Dr Antoine Firmenich et Patrick Firmenich, sans lesquels le Centre de compétences n'aurait pas pu être lancé. Le Centre est redevable au Fonds Pierre et Christophe de Margerie d'avoir mis à disposition des bourses permettant à des chercheurs et étudiants méritants de contribuer à ses travaux.

# Introduction

## Réflexions sur la Zone euro et l'évolution de l'UE

Dusan Sidjanski

L'euro et la Zone euro sont un héritage de Jacques Delors qui s'inscrivait initialement dans la dynamique de l'Acte Unique Européen. Dans l'esprit de leur inspirateur, c'était une avant-garde destinée à accélérer l'élan de l'intégration européenne, tout en suivant la stratégie de Jean Monnet qui prévoyait un système d'engrenage par secteur : un processus dans lequel un secteur entraîne des secteurs voisins, conduisant graduellement et automatiquement à l'Union politique sous la forme d'une Fédération européenne. Cet élan vers l'Union de l'Europe s'était durant et après la guerre propagé dans la résistance et grâce à diverses initiatives citoyennes aux niveaux régionaux, nationaux et de l'Europe occidentale.

La finalité de Jean Monnet, Robert Schuman et Denis de Rougemont est la même, à savoir la création d'une Fédération européenne, mais leurs démarches sont bien distinctes : les uns, en pragmatiques, comptent sur l'engrenage ou *spillover*, alors que Rougemont, en penseur européen, appelle à commencer par une Fédération politique<sup>1</sup>. Tel était le but de la plupart des mouvements citoyens européens qui dès la fin de la guerre ont promu, à l'exemple du Congrès de La Haye en 1948, l'Union de l'Europe.

Contrairement à l'idée que la Communauté européenne s'est bâtie d'en haut, on constate qu'elle s'est édifiée à partir des mouvements sociétaux visant la paix et la prospérité au sein d'une Union démocratique. La CECA et la CED furent les premiers jalons de ce cheminement, sur initiative de la France. Mais cet élan fut cassé par l'Assemblée Nationale, laquelle faute de majorité, classa dans les archives le traité de la CED qui entraîna dans sa chute le projet d'une Commu-

---

<sup>1</sup> Denis de Rougemont, *Écrits sur l'Europe*, Paris, Ed. De La Différence, 1994 ; Jean Monnet, *Les États-Unis d'Europe ont commencé : La Communauté européenne du charbon et de l'acier, discours et allocutions*, Ed. Robert Laffont, 1955 ; Robert Schuman, *Déclaration du 9 mai 1950*, Bruxelles, 1950, disponible sur <https://www.robert-schuman.eu/fr/declaration-du-9-mai-1950>

Tout récemment, le Président de la Commission européenne Jean-Claude Juncker vient de déclarer qu'il ne croit pas aux États-Unis d'Europe.

nauté politique européenne. Ce fut la crise la plus grave qui amputa la Communauté naissante de sa dimension politique, dont les séquelles pèsent encore sur l'Union et sur la Zone euro. Aujourd'hui, les États membres, passés de 6 à 28 ou 27, ne sont toujours pas parvenus à se doter d'une Union politique.

### **Monnaie unique et pouvoir politique**

Or la monnaie est une prérogative souveraine par excellence qui implique une Autorité politique. Aussi, l'histoire ne connaît-elle pas de monnaie unique qui ait survécu sans un pouvoir politique. Certes, l'Union Européenne privée de pouvoirs souverains fait de la politique en matière économique, agricole, scientifique et technique, tout en élargissant son action à des domaines voisins. C'était le constat du Général de Gaulle. Et Brugmans de conclure que la Communauté faisait du « fédéralisme à l'envers ». Il n'est pas étonnant dès lors que la *Bundesbank* affirme en 1992 dans son Bulletin mensuel<sup>2</sup> que le succès de l'euro dépend de la future Union politique. Dans la même ligne de pensée, deux ans plus tard, deux députés CDU, Lamers et Schäuble, proposent la création au sein de la Communauté européenne d'un « noyau dur » – que je préfère nommer « noyau fédérateur » – à la France qui n'a pas donné suite !

Aujourd'hui l'inverse se produit, avec cette fois-ci le Président français qui propose la Renaissance de l'Europe après avoir appelé à la création d'une « Europe souveraine », et qui reçoit des réponses prudentes de la Chancelière Merkel, et carrément décevantes de sa jeune successeuse Annegret Kramp-Karrenbauer. Ainsi, quand un des membres du couple franco-allemand propose, l'autre se renferme dans une attitude prudente ! Ce défaut d'adéquation rappelle un article récent de Martin Wolf pour le *Financial Times*<sup>3</sup>, qui conclut à l'inadéquation des mesures prises au sein de l'Eurogroupe pour contrer les effets de la crise. Quand il fallait donner une impulsion aux acteurs économiques et sociaux, l'Eurogroupe a adopté des mesures d'austérité sous l'impulsion de l'Allemagne, en se réclamant des règles du Traité de Maastricht de 1992, reprises par le traité de Lisbonne.

---

<sup>2</sup> *Rapport mensuel de la Deutsche Bundesbank*, février 1992

<sup>3</sup> Martin Wolf, "Why further financial crises are inevitable", *Financial Times*, March 19, 2019.

### **Ravages de l'austérité**

La crise éclatée en 2008 sous l'effet de la crise financière des *subprimes* importée des États-Unis témoigne d'une intense interdépendance atlantique et globale. Le traité de Lisbonne, qui est entré en vigueur à ce moment, n'avait pas prévu d'instruments anti-crise. Bien au contraire, il a, par son imprévoyance, fragilisé la gouvernance de la Zone euro. Au lieu de la solidarité des pays de l'euro et de leurs entraides mutuelles, il a attribué la responsabilité, accompagnée de sanctions, à chaque État membre séparément.

Or, dans une Union monétaire, les membres, qui ne peuvent pas recourir à des dévaluations de la monnaie unique, sont contraints de pratiquer la dévaluation interne, c'est-à-dire une austérité drastique en diminuant par exemple les rémunérations du personnel de l'État grec de 30% à 40%. La consommation s'abaisse, les PME licencient en accroissant le chômage et la dette publique. Et les banques en première ligne luttent face à ce cycle infernal, qui a fait perdre à la Grèce 28% de sa richesse qui ne représente que 2% du PIB de la Zone euro et 6% avec le Portugal et l'Irlande. Il n'en reste pas moins que ces États, même petits, menacent de contagion les autres membres de la Zone.

Le nouveau Président de la BCE, Mario Draghi a mis en garde contre le fait que le défaut de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal aurait des effets systémiques : dans la Zone euro, l'austérité est une épée de Damoclès sur nos démocraties. Après une période de développement, la grande crise de 2008 a été un choc psychologique ressenti par les peuples européens qui s'est produit en même temps qu'un faisceau de menaces à l'intérieur comme à l'extérieur de l'Union : la peur de l'afflux de migrants, les doutes à propos de l'identité européenne ou nationale, les sentiments d'insécurité sous l'effet des attaques de terroristes. D'où l'irruption des mouvements national-populistes et extrémistes de droite tels que la Ligue néo-fasciste de Salvini en coalition avec Cinque Stelle dans la troisième économie de la Zone euro, la coalition de droite et d'extrême droite en Autriche, en somme des ombres de régimes autoritaires en Europe et l'apparition d'un parti néo-nazi, l'AFD, ayant le vent en poupe en Allemagne, qui se proclame contre l'euro et pour l'éclatement de l'Union. À cela s'ajoute l'émergence de la Chine et le retour de la Russie sur la scène mondiale, couronnés par l'accès à la présidence de la plus grande puissance d'un homme imprévisible comme Donald Trump, sans expérience politique, qui s'attaque à l'ordre multilatéral au nom de « America first ».

### **À la croisée des chemins**

Il est évident que ces courants et ces clivages ainsi que le nouvel environnement international fragilisent l'Union au moment où elle a le plus besoin d'unité. Car le constat est clair : aucun État membre pris séparément n'est en mesure de faire face à cet ensemble de menaces et d'apporter des réponses aux défis tels que ceux d'énergie-climat, de pollution de l'air et des océans, et de pollution des esprits par les GAFAM et les « fausses nouvelles » ; tout cet environnement chaotique hors normes, dans lequel est plongée l'Europe dans un monde globalisé et fragmenté à la fois.

Or, la Zone euro et l'Union ne disposent pas, sauf exceptions, de pouvoirs régaliens, ni d'une Autorité politique pour affronter ces menaces. D'où le choix essentiel, devant la « crise existentielle » de l'UE, entre désagrégation et glissement vers l'intergouvernemental, ou un sursaut et la création d'une Union politique, c'est-à-dire « L'Europe souveraine » qu'appelle de ses vœux le Président Macron, ou bien la Fédération européenne disposant de pouvoirs régaliens dont font partie l'Union monétaire et économique de même que la politique extérieure, de sécurité et cybersécurité comme de la défense. C'est devant ce choix vital que se trouve l'Union à la veille des élections européennes. Or, souffrant de divisions et marquée par les clivages et les dérives, l'Union à 27 n'est pas prête à faire ce pas vers l'Europe souveraine. De surcroît, une réforme globale exigerait entre cinq à huit ans de négociations, alors que nous sommes dans l'urgence, d'autant que le FMI redoute une nouvelle crise qui soulève la question de savoir si la Zone euro et l'Union sont dotées de moyens suffisants pour répondre avec succès et sans délai aux dangers.

Au début de la crise, un groupe d'hommes politiques et économistes réunis autour de Jacques Delors ont sans hésiter proposé le recours aux obligations européennes – aux « eurobonds ». Ces fonds devaient permettre de stimuler les activités dans divers domaines en commençant par les infrastructures de transports et de communication, l'incitation à l'innovation en sciences et hautes technologies ainsi que dans le développement des recherches fondamentales, des filières d'éducation et de formation professionnelle. À présent, cet éventail pourrait contribuer à accélérer la prise de décisions dans une série de domaines tels que le climat-l'énergie, la transition écologique, la politique de migration, la sécurité comme la cybersécurité, ainsi qu'à la riposte aux GAFAM. Riposte par la création d'une « maison européenne » concurrentielle face à Google et Facebook notamment, répondant aux normes éthiques et de fonctionnement adop-

tées par l'Union sur proposition de la Commission européenne et codécision entre le Conseil et le Parlement européen.

En lieu et place d'un élan basé sur les grands Projets européens, le choix aveugle, adopté sous la pression de l'Allemagne obsédée par l'inflation et la dette publique, a été fait en faveur de l'austérité, sans tenir compte des conséquences sociales et de toute une série d'effets néfastes. C'est l'origine de la paupérisation des classes moyennes et des couches les plus fragiles qui a provoqué des mouvements eurosceptiques et europhobes, et extrémistes de droite et de gauche. Cette vague ne manque pas de rappeler la Grande Crise de 1930 et ses conséquences dévastatrices. L'avertissement de la part du Président Macron coïncide par ailleurs avec des actions agressives et la relance par le Président américain de la course aux armements conventionnels et nucléaires.

En survolant la situation en Europe et au-delà, on prend conscience de l'urgence d'une Europe plus solidaire et du rôle de la Zone euro et de l'euro au service de ses citoyens et de leur prospérité, de même que de la responsabilité qu'assument l'Union européenne et la deuxième monnaie au plan mondial. La gestion de la crise qui a duré une décennie, m'a convaincu, en observateur proche de la Présidence de la Commission, que l'heure n'est pas aux atermoiements mais à une réforme profonde de la Zone euro, tant sous l'angle économique et social que de sa structure et de son fonctionnement. Mais à la différence des améliorations structurelles et substantielles effectuées progressivement, pas à pas, je suis convaincu de la nécessité urgente de doter le cœur de l'Europe d'une Autorité politique. En effet la stratégie de Jean Monnet est arrivée à sa limite.

#### **Nécessité d'un « noyau fédérateur »**

Afin de mener à bien rapidement les réformes de la Zone euro, et aussi pour répondre de manière cohérente aux menaces et aux défis, seul un « noyau fédérateur » doté d'une vision globale serait capable d'une riposte ou d'une initiative dans le cadre d'une politique tenant compte des profondes interdépendances et interactions entre différents domaines, et notamment de la dimension sociale ; bref, serait capable de remettre la Zone euro et l'Union sur les pieds. Aborder séparément la réforme de l'euro avec des initiatives sectorielles et sans une vision globale, c'est exposer l'Union aux risques de désintégration en cas d'une nouvelle crise. Nous avons souffert de la lenteur de prise de décision dans une union monétaire économique inachevée et fragile. Faut-il rappeler les dégâts économiques, sociaux et politiques dont l'Union et ses membres ont souffert ?

Les exemples abondent, dont le retour du fascisme qui se profile en Italie. Il est temps, voire il est urgent d'assumer une responsabilité collective dans l'Union

pour assurer sa survie. Mais on constate le refus de l'Allemagne, qui a tiré le plus grand bénéfice de l'euro et qui continue à engranger ses propres bénéfices sans se soucier de l'état d'émiettement dans lequel se trouve l'Union sous l'effet de divisions et de clivages accompagnés de l'irresponsabilité qui protège les dirigeants politiques européens, nationaux et régionaux. Ainsi, la grande crise a provoqué un courant de « spilldown » qui continue à ronger l'Union par des effets sociétaux pervers et les ondes de choc psychologiques qui suscitent la peur. Il nous faut admettre que tous les bienfaits que nous devons à l'existence de l'Union, qui ont été soulignés par plusieurs intervenants au colloque, ne suffisent pas à mobiliser les peuples de l'Europe. La survie de l'euro, dont l'échec sonnerait la fin de l'Union, est en jeu. C'est ce qu'ont affirmé d'une voix Merkel et Hollande. Or, à présent comme dans le passé proche, l'Union temporise et réagit avec lenteur, alors que le rythme en matière de finances et de mobilisation des citoyens s'est accéléré, grâce aux moyens de communication et à l'utilisation généralisée de l'Internet. Bref, le danger guette l'Union, d'autant que la désintégration est imprévisible, et plus rapide que la formation d'unions et de fédérations : c'est la double leçon de l'éclatement brutal de la Yougoslavie et de la désintégration pacifique de l'Union soviétique, longtemps vue comme destinée à durer. Ce fut le résultat de puissants mouvements souterrains ou de quelques signes considérés comme marginaux jusqu'à leur irruption imprévisible et d'autant plus difficile à maîtriser.

Devant une série d'avertissements, je suis persuadé qu'il est d'une nécessité vitale de former au sein de la Zone euro en priorité un noyau dynamique et fédérateur, doté d'une vision et de pouvoirs politiques dont l'Union est privée. L'euro sans une Autorité politique est la marche à l'envers. Ma conviction est fondée à la fois sur ma longue expérience et sur l'étude de la Communauté devenue l'Union Européenne. Mais aussi sur la conclusion que Karl Deutsch a tirée de la recherche approfondie qu'il a effectuée avec une équipe de Princeton sur une trentaine de cas de formation de fédérations. Les fédérations qui ont réussi ont toutes dû leurs succès à un noyau fédérateur capable d'entraîner d'autres membres des confédérations vers des fédérations<sup>4</sup>.

En tant qu'Européen engagé depuis toujours, mon vœu le plus cher est de voir se former au sein de la Zone euro ce cœur politique capable de donner un élan vigoureux à l'ensemble des membres de l'Union. Ce noyau fédérateur et dynamique d'avant-garde est prévu par le traité de Lisbonne aux articles sur la

---

<sup>4</sup> K. W. Deutsch *et al.*, *Political Community and North Atlantic Area*, Princeton University Press, 1957. Je me demande si ces conclusions ont inspiré la proposition Lamers et Schäuble de créer un "noyau dur".

« coopération renforcée »<sup>5</sup>. Ainsi cette démarche pourra bénéficier à tous les membres de l'Union sans qu'il soit nécessaire de recourir à des accords intergouvernementaux hors l'Union, dont le réseau s'est étendu au cours de la crise. Encore faudrait-il penser à les rapatrier dans le droit communautaire.

### **La mise en œuvre du traité de Lisbonne et ses innovations**

Dès la première Communauté, la CECA, on décelait l'intention de poser les fondements d'une esquisse de système démocratique. Aux côtés de la Haute-Autorité qui avait un rôle de moteur, un Conseil des États membres, une Assemblée européenne et une Cour européenne de Justice, structure que complétait un Conseil consultatif composé de représentants des secteurs bases et principaux intéressés. L'évolution s'est poursuivie avec les traités de Rome, de Maastricht et, après l'échec de la Constitution européenne, l'actuel traité de Lisbonne, que j'ai qualifié de tentative de l'intergouvernemental<sup>6</sup>. Le traité modifie la répartition des responsabilités et des pouvoirs en créant une Présidence permanente du Conseil européen, une fonction de Haut-Représentant à la fois Président du Conseil des Ministres des affaires étrangères et Vice-Président de la Commission. Afin de maintenir l'équilibre entre les institutions représentant les États, le Conseil européen et les Conseils, et les institutions communautaires – la Commission, le Parlement européen et la Cour de Justice –, le traité renforce les pouvoirs des institutions communautaires dans l'Union et élargit leurs champs de compétences et renforce la codécision entre le Parlement et le Conseil sur proposition de la Commission en matière législative pour l'adoption de règlements et directives en particulier.

La question qui s'est posée au moment du rodage qui coïncidait avec l'éclatement de la grande crise était de savoir comment cela fonctionnerait, d'autant que dès les premiers jours le Président du Conseil européen, Herman van Rompuy, chercha à affirmer le rôle de la plus haute institution et ses pouvoirs propres de Président. Sans hésitation, il mit en place un « groupe de travail » qu'il présidait, dont le rôle ambigu m'incita alors à mettre en garde le Président de la Commission. En effet, à y regarder de plus près, il s'agissait de réunions informelles des Ministres des finances, auxquelles participaient le Commissaire Olli Rehn, le Président de la Banque Centrale Européenne Jean-Claude Trichet, et le Président de l'Eurogroupe, Jean-Claude Juncker. À mon avis, c'était clairement un virage vers l'intergouvernemental qui allait tendre à

---

<sup>5</sup> Titre IV du Traité sur l'Union européenne (plus précisément, article 20 §1 TUE).

<sup>6</sup> « Le Traité de Lisbonne ou la tentative de l'intergouvernemental ? », Bureau des conseillers de politique européenne (BEPA), 2011. Le BEPA a fonctionné auprès du Président de la Commission européenne de 2004 à 2014

marginaliser le rôle de la Commission ou du Parlement européen et de la méthode communautaire. Certes, la Commission participait, mais tant le « groupe de travail » que l'Eurogroupe étaient dominés par les grands, notamment par l'Allemagne obsédée par l'inflation et hostile à la solidarité partagée et aux euro-bonds. D'où l'alignement du couple franco-allemand sur la discipline stricte, qui a eu des effets néfastes sur nos sociétés et nos démocraties.

Certes, la Commission a créé six autorités contre divers risques financiers et le semestre de contrôle, ainsi que différents fonds dont celui de stabilisation et croissance sous l'impulsion de la Chancelière et du couple franco-allemand qui a entraîné les autres membres.

### **La nécessaire réforme de l'Eurogroupe**

Si l'Eurogroupe continue à exercer son rôle fondamental au sein de la Zone euro et partant de l'Union Européenne, celle-ci perdra son essence d'état de droit et de démocratie. En effet, un Eurogroupe informel n'a pas de responsabilités devant le Parlement européen et ne peut pas faire l'objet d'une saisine de la Cour de Justice. De surcroît, il prend la place de la Commission européenne en tant qu'initiateur et rédacteur des rapports et des propositions qu'il fait entériner par le Conseil européen. Le cas récent de cette procédure appliquée par l'Eurogroupe est illustré par le Conseil européen des 13 et 14 décembre 2018 qui a approuvé le rapport de l'Eurogroupe. Les citoyens, les associations professionnelles et promotionnelles ainsi que des personnes morales n'ont aucun moyen de saisir la Cour de Justice sur certains points d'un « rapport informel » soumis pour approbation au Conseil européen. De surcroît, en raison de sa nature informelle, l'Eurogroupe usurpe le rôle de la Commission et évite toute responsabilité devant le Parlement européen.

J'ai appris que l'Eurogroupe est une « réunion informelle » lors des discussions avec mon collègue et ami, le Professeur Prokópios Pavlóoulos, et à la lecture de son livre *Can this world change ?* grâce auquel j'ai pris conscience de la nature informelle et illégale de l'Eurogroupe, qui agit sans aucune transparence, en toute illégalité et sans aucune responsabilité. Deux solutions s'imposent : ou bien l'Eurogroupe est légalement reconnu par les 19 et 28 membres, ou bien l'Eurogroupe est condamné à disparaître dans sa forme actuelle. Si le cœur de l'Union qu'est la Zone euro continue à survivre et à jouer un rôle essentiel, il doit revêtir une nature légitimée et légale. Il y va de l'état de droit de l'Union européenne !

## **Les origines de la Zone euro**



## **De l'Union européenne des paiements à l'euro : l'histoire mouvementée du projet d'intégration monétaire européenne**

Ivo Maes

*Dans la présente contribution, nous nous intéressons à certaines étapes importantes du processus d'intégration monétaire européenne durant la période d'après-guerre : l'Union européenne des paiements, le traité de Rome, le rapport Werner, le Système monétaire européen, le rapport Delors et le traité de Maastricht. L'histoire de l'unification monétaire européenne montre que l'UEM a résulté d'un long processus d'élaboration progressive basée sur des réalisations antérieures. Le processus n'a pas été linéaire, il a été interrompu à maintes reprises en raison d'une série de difficultés d'ordre économique et politique. Un aspect important du succès de l'UEM a été qu'en dépit d'un niveau élevé de cohérence du projet, elle est parvenue à surmonter d'une résistance considérable car elle a fait preuve de suffisamment de flexibilité pour répondre à certaines préoccupations spécifiques. Des exemples en sont les dispositions qui permettaient de démarrer l'UEM sans la participation de l'ensemble des États membres de l'UE ou la non-tenue d'un débat fondamental sur la finalité d'une union politique.*

Dans cette contribution, nous revenons sur certaines phases importantes du processus d'intégration monétaire européenne durant l'après-guerre : l'Union européenne des paiements, le traité de Rome, le rapport Werner, le Système monétaire européen, le rapport Delors et le traité de Maastricht<sup>1</sup>. L'histoire de l'unification monétaire européenne montre que l'UEM a été le résultat d'un long processus d'édification progressive sur la base de réalisations passées. Ce processus n'a pas été linéaire et a été suspendu à de nombreuses reprises à la suite de contretemps économiques et politiques divers.

Toutefois, avant de se plonger dans l'histoire de l'intégration monétaire européenne, il peut être utile de s'intéresser à trois événements traumatisants qui ont hanté les décideurs politiques du monde de l'après-guerre et qui ont largement

---

<sup>1</sup> L'auteur remercie les participants au colloque « L'avenir de la zone euro » pour leurs commentaires et suggestions, en particulier Dusan Sidjanski, Sandro Gozi et René Schwok. Les mises en garde habituelles s'appliquent.

forgé leur attitude à l'égard de l'UEM : la Seconde Guerre mondiale, la Grande Dépression et l'hyperinflation en Allemagne (Maes, 2002).

La Seconde Guerre mondiale a marqué un tournant dans l'histoire européenne. Cette catastrophe a entraîné l'effondrement presque total de l'Europe, si bien que les États-Unis et l'Union soviétique lui ont ravi la position centrale qu'elle avait occupée jusque-là dans le monde. Elle a également bouleversé l'ordre international qui prévalait jusqu'alors et qui reposait sur l'État-nation. La guerre a été à l'origine du processus d'intégration européenne, dont la réconciliation franco-allemande a constitué l'épine dorsale.

La Grande Dépression des années 1930, qui s'est caractérisée par un chômage de masse, par des guerres commerciales et par des dévaluations compétitives, a constitué un autre traumatisme. Elle a contribué à modeler l'ordre économique international d'après-guerre : taux de change fixes mais ajustables dans le cadre du système de Bretton Woods et libre-échange dans celui du GATT. La Grande Dépression a également participé à l'émergence des théories keynésiennes, justifiant l'intervention des pouvoirs publics pour orienter l'économie. L'ironie en est bien sûr que ces politiques activistes, qui encourageaient chaque pays à se concentrer sur ses propres objectifs domestiques, ont concouru à mettre un terme au régime de taux de change fixes au début des années 1970.

En Allemagne, un troisième traumatisme est venu hanter les décideurs politiques : l'hyperinflation des années 1920, qui avait anéanti l'économie et appauvri de larges pans de la population allemande. La stabilité des prix allait ainsi devenir un objectif fondamental de la politique économique en Allemagne, et la responsabilité première d'une banque centrale forte et indépendante.

### **La voie vers l'Union européenne des paiements**

À la fin de la Seconde Guerre mondiale, les monnaies européennes n'étaient pas convertibles et les paiements intra-européens étaient régis par une série d'accords de paiement bilatéraux et de contrôles du commerce et des changes (Maes et Pasotti, 2018). La raison en était la pénurie de réserves internationales, et en particulier de dollars. Les pays européens étaient confrontés aux dommages de guerre et à la dislocation de leurs capacités de production, tandis que les États-Unis étaient la seule source de biens d'équipement pour la reconstruction. En conséquence, les pays européens ont accusé d'énormes déficits de leurs balances des paiements. La pénurie de dollars a par ailleurs été aggravée par la surévaluation des parités officielles, fixées en décembre 1946.

En 1947, les États-Unis sont passés d'une situation où ils défendaient avec acharnement leurs prérogatives de créancier à une position de rétablissement de la croissance mondiale. Les changements apportés à la politique américaine, Plan Marshall en tête, reposaient essentiellement sur une nouvelle perception des intérêts géopolitiques américains, la guerre froide occupant le centre de la scène. De plus, une économie européenne forte représenterait un marché de débouchés important pour les exportations américaines. En adoptant le Plan Marshall, le gouvernement américain a opté pour une reconstruction économique en Europe fondée sur le commerce multilatéral.

L'Union européenne des paiements (UEP) a été créée le 19 septembre 1950. Elle reposait sur un mécanisme de règlement automatique. Dès lors, à la fin de chaque mois, les créances de chaque pays avec chacun des autres pays étaient rapportées à la Banque des règlements internationaux, ce qui compensait ces créances. Les soldes étaient consolidés, de sorte que chaque pays était débiteur ou créancier vis-à-vis de l'Union dans son ensemble. Ces soldes nets étaient en partie financés par des prêts et en partie, à mesure que les créances augmentaient, réglés en dollars et en or. Une unité monétaire unique, l'unité de compte de l'UEP, a été adoptée, de façon à disposer d'un dénominateur commun pour tous les comptes résultant des règlements entre banques centrales. En outre, le financement des règlements nets était assuré par une subvention de 350 millions de dollars accordée par le Plan Marshall à l'UEP.

La gestion de l'UEP a été confiée à un Conseil d'administration. Lorsqu'un pays membre menaçait d'épuiser son quota, le Conseil d'administration de l'UEP pouvait lui dispenser des conseils et lui recommander des politiques correctives. Le Conseil pouvait également accorder des prêts supplémentaires à des pays qui avaient épuisé leurs quotas au titre de l'UEP, conditionner l'octroi de ces prêts et garder un œil sur les ajustements des politiques nationales.

### **Le traité de Rome**

L'un des jalons du processus d'intégration européenne a été la déclaration Schuman de mai 1950, qui a jeté les bases de la Communauté européenne du charbon et de l'acier. Cette déclaration établissait clairement que « La solidarité de production qui sera ainsi nouée manifestera que toute guerre entre la France et l'Allemagne devient non seulement impensable, mais matériellement impossible. [...] cette proposition réalisera les premières assises concrètes d'une Fédération européenne indispensable à la préservation de la paix. » En octobre 1950, un nouveau plan français a suivi : le plan Pleven, dont l'objectif était de créer une Communauté européenne de défense, de façon à préparer la voie

vers une Union politique européenne. Ce plan a toutefois été enterré par l'Assemblée nationale française, la défense étant jugée trop proche de la souveraineté nationale pour être transférée à l'échelle européenne. L'intégration européenne ne pouvait progresser qu'en avançant le long de lignes économiques moins sensibles.

De nouvelles négociations se sont ensuivies, qui ont débouché sur le traité de Rome et sur la création de la Communauté économique européenne en janvier 1958. D'un point de vue économique, le traité de Rome visait la création d'un marché commun et à l'élaboration de certaines politiques communes. Les chapitres consacrés à la politique macroéconomique étaient assez sommaires et l'union monétaire n'était pas l'un des objectifs de base de la Communauté. Comme l'a observé Robert Triffin (1958) : « C'est un Hamlet où le rôle du prince de Danemark est laissé dans une ombre quasi-totale ! »

### **L'UEM apparaît à l'ordre du jour**

Lors du sommet de La Haye de décembre 1969, un ambitieux programme visant à relancer l'intégration européenne a été mis au point, qui incluait à la fois un agrandissement (élargissement) et un approfondissement (union économique et monétaire, UEM) de la Communauté.

Plusieurs facteurs ont contribué au changement d'atmosphère qui a placé l'union économique et monétaire sous le feu des projecteurs et en a fait l'un des objectifs officiels de la Communauté (Maes, 2002) :

- l'achèvement, couronné de succès, de l'union douanière et celui, moins retentissant, de la politique agricole commune ;
- le désenchantement suscité par la position centrale du dollar des États-Unis dans le système de Bretton Woods et par les bénéfices que les États-Unis tiraient du rôle international du dollar ;
- la crainte quant à l'avenir du système de taux de change fixes, y compris dans la Communauté européenne. Les événements de mai 1968 en France ont donné lieu à une dévaluation du franc français et à une réévaluation du mark allemand en 1969. Les pays de la Communauté craignaient qu'une poursuite de l'instabilité des taux de change n'entraîne la désintégration de l'union douanière ;
- l'accession au pouvoir de nouveaux dirigeants politiques tant en France qu'en Allemagne. En 1969, le général de Gaulle a démissionné et Pompidou a été élu président de la République. L'autre événement majeur a été la formation d'un

nouveau gouvernement en Allemagne, avec Willy Brandt comme chancelier. Le gouvernement Brandt était favorable au projet d'UEM, notamment en raison du besoin de contrebalancer sa politique de détente (reconnaissance de la République démocratique allemande).

Lors du sommet de La Haye, les chefs d'État ou de gouvernement ont demandé au Conseil de mettre au point un plan visant à créer une union économique et monétaire. Un comité, présidé par le Premier ministre luxembourgeois Pierre Werner, a publié un rapport en octobre 1970. Celui-ci comportait un programme de création, par étapes, d'une union économique et monétaire pour 1980.

Sur le plan institutionnel, le rapport Werner proposait la création de deux organes communautaires : un centre de décision pour la politique économique et un système communautaire des banques centrales. Ce qui impliquait également une révision du traité de Rome.

Le rapport proposait un plan en trois étapes pour réaliser l'UEM. Il n'établissait toutefois pas de calendrier précis pour les différentes phases. Il souhaitait plutôt maintenir une certaine flexibilité, tout en se concentrant sur la première étape.

Le rapport dissimulait une ambiguïté fondamentale concernant l'effondrement du système de Bretton Woods. D'une part, le malaise que suscitait le système de Bretton Woods était l'un des moteurs à l'origine de l'intégration monétaire européenne. D'autre part, la tentative européenne de réduire les fluctuations des taux de change tenait pour acquis le cadre du système des taux de change fixes de Bretton Woods.

Dès qu'il a été publié, le rapport Werner a été lourdement critiqué par les gaullistes orthodoxes en France, qui incriminaient essentiellement les éléments supranationaux du rapport. Celui-ci induisait un changement dans la politique du gouvernement français, entraînant une dilution des propositions du rapport. Plus particulièrement, la création de nouvelles institutions communautaires passait à la trappe.

L'élargissement de la Communauté en 1973 a encore compliqué les choses. À la suite de la victoire du parti travailliste lors des élections de février 1974, la scène européenne a été dominée par les renégociations des termes de l'adhésion britannique. L'union économique et monétaire a cessé de figurer à l'ordre du jour.

Fondamentalement, cette première tentative d'unification monétaire a été un échec non seulement en raison de l'instabilité de l'environnement international (effondrement du système de Bretton Woods et crise pétrolière), mais aussi

parce que le processus d'intégration européenne n'était pas suffisamment avancé pour faire de l'union monétaire un objectif réaliste (Maes, 2002). Les gouvernements nationaux étaient toujours fortement attachés à leur souveraineté monétaire nationale et à la poursuite d'objectifs économiques nationaux. En Allemagne, la priorité était de combattre l'inflation, tandis qu'en France, la croissance économique était considérée comme un objectif plus important.

### **Le Système monétaire européen (SME)**

Durant la seconde moitié des années 1970, les dirigeants européens se sont de plus en plus inquiétés de la stagnation du processus d'intégration européenne et du risque qui en découlait que les réalisations du passé puissent s'effondrer (Maes, 2007). Roy Jenkins, le président de la Commission européenne, a tenté de relancer le projet d'union monétaire. Le président français Valéry Giscard d'Estaing et le chancelier allemand Helmut Schmidt ont alors joué un rôle crucial dans la remise sur les rails du processus d'intégration monétaire en créant le Système monétaire européen. Ce dernier a été approuvé par les chefs d'État par une résolution adoptée lors du sommet de Bruxelles de décembre 1978. Formellement, le SME a démarré en mars 1979.

Le Système monétaire européen a été lancé dans un contexte de grand scepticisme, en particulier de la part d'économistes universitaires, mais aussi d'experts monétaires qui avaient encore de vifs souvenirs du dénouement du serpent. D'éminents dirigeants politiques ont toutefois exprimé haut et fort leur soutien au SME et sont parvenus à le faire décoller. On peut dès lors affirmer que la création du SME a été une « victory of political intuition over expert opinion » (victoire de l'intuition politique sur l'opinion des experts) (Mortensen, 1990, p. 28).

Les conclusions du conseil de Brême (juillet 1978) ne faisaient pas mention de l'union économique et monétaire mais d'un « projet visant à établir une coopération monétaire plus étroite aboutissant à une zone de stabilité en Europe ». La stabilité monétaire, qui était l'objectif du SME, avait une double dimension : à la fois interne et externe. Il s'agissait d'un compromis et d'une synthèse entre les idées des « monétaristes », menés par la France, qui insistaient sur l'importance de la stabilité externe (stabilité des taux de change), et celles des « économistes », menés par l'Allemagne, qui prônaient la stabilité interne (stabilité des prix) et la coordination des politiques économiques.

Le Système monétaire européen se composait de trois éléments principaux : le mécanisme de change (MCE), des mécanismes de crédit et l'unité monétaire européenne (ECU).

Le mécanisme de change était au cœur du Système monétaire européen. Ses caractéristiques étaient les suivantes :

- la fixation de cours pivots entre les monnaies participantes ;
- au départ, une marge de fluctuation normale de 2,25 % autour du cours pivot bilatéral (à l'exception d'une marge de fluctuation de 6 % pour l'Italie). Cette marge de fluctuation définissait un plafond et un plancher auxquels les banques centrales avaient l'obligation d'intervenir.
- des réalignements des cours pivots n'étaient possibles que s'ils étaient décidés d'un commun accord par tous les pays participants. Cela impliquait que les décisions unilatérales de dévaluation ou de réévaluation, comme c'était le cas dans le cadre du système de Bretton Woods, n'étaient pas autorisées et soulignait le caractère communautaire des taux de change entre les monnaies participantes.

Plusieurs mécanismes de crédit étaient prévus – à très court terme, à court terme et à moyen terme –, de même que le mécanisme des prêts communautaires. Tandis que les deux premiers consistaient en un financement de banque centrale destiné à soutenir la monnaie, les deux derniers offraient une assistance au niveau de la balance des paiements liée aux programmes d'ajustement des politiques.

L'ECU a été créé. Il s'agissait d'un panier de devises comprenant les monnaies de la Communauté européenne, y compris celles qui ne participaient pas au mécanisme de change. Au fil du temps, l'ECU a joué un rôle important sur les marchés financiers internationaux.

Les premières années du Système monétaire européen ont été très difficiles ; elles ont été marquées par plusieurs réalignements, par un manque de convergence des performances économiques et par une faible coordination des politiques économiques. Il a également été décidé, « provisoirement », de retarder le développement du volet institutionnel du système, en particulier la transformation du Fonds européen de coopération monétaire en un véritable Fonds monétaire européen.

L'année 1983 peut être considérée comme décisive pour le Système monétaire européen, surtout en ce qui concerne la relation entre le franc français et le mark allemand. En mai 1981, François Mitterrand est devenu le premier président socialiste de la Cinquième République en France. Il a entamé sa législature par un programme activiste musclé, incluant une politique budgétaire expansionniste et des nationalisations, ce qui a renforcé les divergences en termes de préférences politiques entre la France et l'Allemagne. La perte de compétitivité de l'économie française et les sorties de capitaux qui se sont ensuivies ont à

maintes reprises mis le franc français sous rude pression, donnant lieu à des hausses des taux d'intérêt et à plusieurs dévaluations.

En mars 1983, face aux nouvelles lourdes pressions qui s'exerçaient sur le franc français, François Mitterrand a compris qu'il devait mettre un terme à ses politiques activistes. Il a donc choisi de renforcer l'intégration de la France au sein de la Communauté européenne. Cela impliquait que, pour éviter de nouvelles dévaluations du franc français, il devrait poursuivre une politique économique plus orthodoxe, qui a été baptisée « politique de rigueur ».

Il s'agissait là d'un changement fondamental dans la politique de la France vis-à-vis de l'intégration monétaire européenne. Depuis la fin des années 1960, la France s'était montrée officiellement favorable à l'intégration monétaire européenne, tout en souhaitant préserver sa souveraineté en matière de politique économique. À la suite de la dévaluation de 1983, les décideurs politiques français ont compris que ces deux volontés étaient incompatibles et ont accepté la discipline imposée par le Système monétaire européen, sans pour autant cesser de mettre en cause le fonctionnement asymétrique du SME.

On a pu observer une même réorientation vers des politiques plus orthodoxes dans plusieurs autres pays européens au début des années 1980, tels la Belgique, l'Irlande et le Danemark. Cette convergence des politiques économiques a contribué à accroître la convergence de l'inflation, ce qui a à son tour renforcé la stabilité des taux de change au sein du SME, rendant les réalignements moins fréquents et moins importants.

Les réalignements demeuraient toutefois des événements peu commodes. Le réalignement de janvier 1987 a en effet suscité une certaine amertume parmi les participants. Lors des négociations, un consensus a rapidement été trouvé sur l'ajustement nécessaire entre le franc français et le mark allemand. Les discussions sur les pourcentages de « dévaluations » et de « réévaluations » des différentes monnaies ont toutefois été longues et acrimonieuses. Le réalignement de janvier 1987 a dès lors été une expérience passablement traumatisante pour les décideurs politiques. Il s'agit là d'un facteur qui a contribué à l'abandon de la question des réalignements.

### **La relance du projet d'union monétaire**

Dans l'intervalle, en 1985, un nouvel et puissant élan a été insufflé à la Communauté européenne avec l'adoption du programme de marché intérieur. La finalité de ce dernier était de parvenir à la libre circulation totale des biens, des services, des personnes et des capitaux pour 1992. L'une des pierres angulaires de ce

projet résidait dans la création d'un marché financier européen. Le programme a également ouvert la voie à l'Acte unique européen (AUE), la première révision substantielle du traité de Rome. L'AUE contenait la première référence dans les traités à l'union économique et monétaire.

Cette relance de la Communauté européenne a, dans une large mesure, été rendue possible par les fortes inclinations pro-européennes de la France et de l'Allemagne, dirigées à l'époque par François Mitterrand et Helmut Kohl. Le leadership fort de Jacques Delors à la tête de la Commission européenne a également joué un rôle important à cet égard (Dyson et Maes, 2016).

Pour le SME, la période s'étendant de 1987 à 1992 constitue en quelque sorte un « âge d'or » : les taux de change étaient stables et les pressions sur les marchés financiers en faveur de réalignements étaient faibles, voire inexistantes. Le réalignement de janvier 1987 allait être le dernier avant septembre 1992. Par ailleurs, la marge de fluctuation de la lire italienne a été ramenée de 6 à 2,25 %, tandis que d'autres monnaies (la peseta espagnole, la livre sterling et l'escudo portugais) ont rejoint le mécanisme de taux de change.

L'achèvement du marché intérieur, avec la libéralisation des mouvements des capitaux, a également influé sur la politique monétaire. Un thème populaire auprès des banquiers centraux et des ministères des Finances durant la seconde moitié des années 1980 était le triangle dit impossible, qui considérait que la coexistence d'une libre circulation des capitaux, de taux d'intérêt fixes et d'une politique monétaire autonome était inenvisageable. Durant les années 1980 et au début des années 1990, la mobilité des capitaux s'est substantiellement accrue dans l'Union européenne. Les taux de change stables au sein du SME ne laissaient que peu de marge pour mener une politique monétaire autonome, hormis dans le pays de référence. La Communauté européenne devait donc s'accommoder des inconvénients de l'union monétaire, tout en n'en tirant que peu de bénéfices.

Les débats sur l'avenir monétaire de l'Europe ont été relancés. Dans un mémorandum de janvier 1988, le ministre des Finances français, Édouard Balladur, soutenait que le mécanisme de change présentait encore des défauts majeurs, spécialement son asymétrie. Même si son mémorandum se concentrait sur l'ajustement du mode de fonctionnement du SME, Balladur y arguait également qu'il était nécessaire de réfléchir aux étapes ultérieures de la construction monétaire de l'Europe. Au vu de la libéralisation des mouvements des capitaux et du marché interne, il préconisait la création d'une zone économique intégrée : « La logique voudrait qu'une zone à monnaie unique soit alors créée » (Balladur, 1988, p. 20).

Le mémorandum Balladur a reçu un accueil favorable en Allemagne, non pas auprès de la Bundesbank ou du ministère des Finances, mais auprès du ministère des Affaires étrangères. Un faisceau d'éléments faisait de la réalisation de l'union économique et monétaire et de la création d'une banque centrale européenne un thème-clé pour Genscher. Tout d'abord, il s'agissait d'un sujet attrayant pour la communauté des entrepreneurs en Allemagne, une constituante naturelle du parti démocrate libéral de Genscher. Ensuite, le thème cadrait parfaitement avec les convictions pro-européennes de Genscher. À son avis, renforcer le processus d'intégration européenne, qu'il jugeait encore fragile après l'euroscélérose de la première moitié des années 1980, était de prime importance. Enfin, Genscher était particulièrement influencé par les griefs français concernant la prédominance allemande au sein du SME et souhaitait y remédier. La présidence allemande du Conseil des ministres au premier semestre de 1988 lui en a justement offert l'occasion. En février 1988, Genscher a publié, à titre personnel, un mémorandum dans lequel il plaidait avec ferveur pour la création d'une union monétaire européenne et d'une banque centrale européenne.

Parallèlement, au début de 1987, Helmut Kohl était encore assez ouvert à la question de l'union monétaire. D'une part, il était sensible aux arguments de Stoltenberg, son ministre des Finances, qui soutenait que l'UEM n'était possible qu'à condition d'atteindre un degré de convergence suffisant. D'autre part, il était confronté à l'insistance des défenseurs de l'UEM, comme Genscher, mais aussi Mitterrand, qu'il tenait en grande estime et qui se plaignait régulièrement du fonctionnement asymétrique du SME. Par ailleurs, Kohl a progressivement réalisé que l'UEM était inévitable s'il souhaitait réaliser sa vision d'« États-Unis d'Europe », un thème récurrent de ses discours de l'époque. Le sommet bilatéral franco-allemand qui s'est tenu à Évian au début de juin 1988, lorsque Kohl et Mitterrand ont décidé d'avancer sur le projet d'UEM, a été capital à cet égard.

Des progrès importants ont également été enregistrés lors du sommet du Conseil européen de Hanovre en juin 1988. L'objectif d'une union économique et monétaire y a été confirmé et il y a été décidé de charger un comité d'étudier et de proposer les étapes concrètes devant mener à cette union. Le comité était présidé par Jacques Delors, qui bénéficiait de la confiance de Kohl et de celle de Mitterrand et qui, en tant qu'ancien ministre des Finances, possédait l'expertise technique requise. Les gouverneurs des banques centrales siégeaient également, à titre personnel, au sein de ce comité. Leur participation était une volonté de Delors, non seulement pour leur expertise technique mais aussi parce qu'il estimait que cela les lierait au projet d'union monétaire. Le comité a dressé son rapport pour le sommet du Conseil européen de juin 1989 (Comité d'étude de l'Union économique et monétaire, 1989, ci-après le « rapport Delors »).

### **Le rapport Delors**

Le rapport Delors allait jouer un rôle crucial en tant que référence et point d'ancrage des discussions à venir. Le rapport s'articulait autour de deux questions : d'une part, quels sont les accords économiques nécessaires à l'aboutissement d'une union monétaire ? et, d'autre part, quelle trajectoire progressive faut-il définir pour atteindre l'union économique et monétaire ?

Durant les débats, Karl-Otto Pöhl, le président de la Bundesbank, a adopté une approche « fondamentaliste », mettant en exergue le nouvel ordre monétaire qui allait devoir être mis en place : « Above all, agreement must exist that stability of the value of money is the indispensable prerequisite for the achievement of other goals. Particular importance will therefore attach to the principles on which a European monetary order should be based. » (Par-dessus tout, il doit y avoir un consensus sur le fait que la stabilité de la valeur de la monnaie est un prérequis indispensable à la réalisation d'autres objectifs. Une importance particulière sera dès lors accordée aux principes sur lesquels l'ordre monétaire européen devrait reposer.) (Pöhl, 1988, p. 132). Il plaidait pour que la stabilité des prix soit l'objectif principal de la politique monétaire, qui devait être conduite par une banque centrale indépendante.

L'approche fondamentaliste allait exercer une forte influence sur le rapport Delors et inspirer un certain nombre de principes qui allaient figurer en bonne place dans le traité de Maastricht. Le rapport Delors proposait, au niveau institutionnel, la création d'un « Système européen de banques centrales » indépendant, qui serait chargé de conduire la politique monétaire unique. Une modification du traité de Rome était dès lors nécessaire. Pour parvenir à l'union économique et monétaire, le Comité Delors proposait trois étapes. Cependant, le Comité insistait sur l'indivisibilité de l'ensemble du processus : « La décision d'entamer la première phase devrait être une décision d'engager tout le processus ».

La Communauté européenne a suivi la trajectoire préconisée par le rapport Delors. La première phase a démarré en juillet 1990 et la conférence intergouvernementale sur l'union économique et monétaire s'est ouverte en décembre 1990, parallèlement à une autre sur l'union politique.

Dans le même temps, la scène européenne allait s'élargir sensiblement avec l'effondrement du rideau de fer et la réunification allemande, contribuant à accélérer le processus d'intégration monétaire européenne. La ligne politique du gouvernement allemand pouvait se résumer par la formule de Thomas Mann :

« Wir wollen ein europäisches Deutschland und kein deutsches Europa » (Nous voulons une Allemagne européenne et non une Europe allemande.) (Schönfelder et Thiel, 1996, p. 12).

### **Le traité de Maastricht**

Les conférences intergouvernementales ont atteint leur apogée lors du sommet des chefs d'État ou de gouvernement de Maastricht en décembre 1991. Le traité de Maastricht a constitué une avancée pour la Communauté européenne, à l'instar du traité de Rome. Il créait l'Union européenne, laquelle reposait sur trois piliers (Maes, 2007).

Le premier était constitué par l'ancienne Communauté, à ceci près qu'elle était dotée de responsabilités sensiblement élargies. L'élément central en était l'union économique et monétaire. Le deuxième pilier tenait en la politique étrangère et de sécurité. Le troisième pilier portait quant à lui sur la coopération sur des sujets tels que l'immigration, l'asile et la police. Le nouveau traité étendait également les pouvoirs du Parlement européen.

L'Union économique et monétaire présentait une structure pour ainsi dire asymétrique. La politique monétaire était centralisée. Elle relevait du Système européen de banques centrales, composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales, toutes indépendantes. L'objectif central de la politique monétaire était la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC allait soutenir les politiques économiques générales dans la Communauté. Ce volet du Traité a suivi un parcours relativement paisible à la conférence intergouvernementale. Les préparations du Comité Delors et du Comité des gouverneurs y ont certainement contribué.

La responsabilité d'autres instruments de politique économique, comme la politique budgétaire et la politique de revenus, demeurait pratiquement décentralisée, en ce qu'elle relevait des autorités nationales. Les États membres devaient cependant considérer leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun et les coordonner en conséquence. Dans ce processus de coordination, les grandes orientations économiques, le processus de surveillance multilatérale et la procédure concernant les déficits excessifs constituaient des éléments importants.

Le traité de Maastricht précisait également la trajectoire devant mener à l'UEM, une autre question particulièrement épineuse durant la conférence intergouvernementale. La deuxième étape a débuté en janvier 1994. Les principaux éléments de cette deuxième phase ont été la création de l'Institut monétaire euro-

péen, précurseur de la Banque centrale européenne, et l'abolition du financement monétaire des autorités publiques.

La troisième et dernière étape, l'union économique et monétaire proprement dite, a été engagée le 1<sup>er</sup> janvier 1999<sup>2</sup>. Pour y participer, les États membres devaient observer une série de conditions, en particulier l'indépendance de la banque centrale et la réalisation d'un degré élevé de convergence soutenable. Dans le cadre des évaluations, les quatre critères dits de convergence visant la stabilité des prix, la soutenabilité des finances publiques, la stabilité de la monnaie et les taux d'intérêt à long terme revêtaient une importance particulière.

Les conditions au lancement de l'union monétaire, à savoir une date fixe et le respect des critères de convergence, ont une fois de plus été le résultat d'un débat entre monétaristes et économistes. Les premiers, en particulier la France et l'Italie, insistaient sur une date fixe afin de garantir le lancement de l'union monétaire, tandis que les seconds, l'Allemagne en tête, insistaient sur les critères économiques pour que seuls les pays « sains » puissent participer à l'union monétaire.

### **La crise du SME**

L'achèvement du marché intérieur et la relance du projet d'union monétaire ont créé une atmosphère générale d'« euphorie », qui a atteint son paroxysme avec l'accord sur le traité de Maastricht. Ce climat a encore alimenté la confiance envers la stabilité des taux de change dans le SME, incitant les investisseurs à acheter des devises à « rendement élevé », comme la lire italienne ou la livre sterling. En conséquence, les écarts de taux d'intérêt de ces « monnaies à rendement élevé » par rapport au mark allemand se sont resserrés.

Dans ce climat d'« euphorie » de la fin des années 1980 et du début des années 1990, les investisseurs croyaient que les risques de change étaient négligeables. Or, en dépit d'une convergence remarquable des taux d'inflation dans l'Union européenne, les fondamentaux économiques de plusieurs devises s'écartaient de leurs cours pivots : avec des taux de change stables et un taux d'inflation toujours plus élevé (par rapport à celui de l'Allemagne), des pays comme l'Italie, le Royaume-Uni et l'Espagne devenaient de moins en moins compétitifs (Maes, 2002). Le creusement des déficits du compte courant de leur balance des paiements en était une autre preuve.

---

<sup>2</sup> Le Traité mentionne deux dates : 1997, si une majorité de pays remplissent les critères, et 1999, en tant que date ultime.

Dans l'intervalle, la réunification allemande a entraîné un déficit budgétaire à la hausse et a alimenté des pressions inflationnistes en Allemagne. En réaction, la Bundesbank a mené une politique monétaire plus restrictive, contribuant à une élévation des taux d'intérêt allemands et rendant le mark allemand plus attractif.

Sous l'apparente quiétude des marchés des changes, s'accumulaient donc des pressions susceptibles de déclencher une tempête. C'est finalement le vote négatif au référendum danois de mai 1992 qui aura été le point de départ de la crise. Les doutes quant à l'aboutissement de l'union monétaire ont resurgi et se sont exacerbés lorsque des sondages ont laissé entendre que les Français pourraient eux aussi rejeter le traité de Maastricht à l'issue de leur référendum de septembre.

Sur fond d'incertitude quant à l'union monétaire, les marchés financiers ont redécouvert le risque de change et se sont une fois de plus intéressés aux fondamentaux économiques sous-tendant les cours pivots. Durant l'été, les investisseurs financiers se sont détournés en masse de la lire italienne et de la livre sterling, deux monnaies présentant des fondamentaux faibles. En conséquence, toutes deux ont été contraintes de quitter le mécanisme de change en septembre 1992.

Les effets dominos étaient très répandus et les marchés financiers ont également ciblé le franc français, la couronne danoise et le franc belge, des monnaies centrales du SME dotées de fondamentaux sains. Toutefois, les autorités monétaires ont fermement défendu ces monnaies. Au terme de discussions menées au plus haut niveau, la Bundesbank a soutenu le franc français à grands renforts de capitaux. Au premier semestre de 1993, le calme est revenu sur les marchés financiers.

Les tensions se sont pourtant ravivées durant l'été 1993. Les banques centrales étant limitées dans leur capacité de contenir ces mouvements de capitaux spéculatifs, il a été décidé en août 1993 d'étendre les marges de fluctuation du SME de 2,25 à 15 %. L'objectif était de confronter les spéculateurs à la possibilité qu'une monnaie puisse se déprécier puis se redresser au sein de cette nouvelle fourchette. Cela étant, les cours pivots ont été maintenus au motif que, dans l'esprit des décideurs politiques, ils reposaient sur des fondamentaux économiques sains. Ils pouvaient dès lors servir d'ancre pour les marchés financiers.

Après la décision d'août 1993 de porter à 15 % les marges de fluctuation, plusieurs monnaies se sont fortement dépréciées vis-à-vis du mark allemand. Cet épisode peut certainement être qualifié d'heures sombres pour le projet de l'UEM, amenant les doutes à se généraliser.

Pourtant, à la fin de 1993, les marchés financiers ont commencé à réaliser que la dépréciation de ces monnaies n'était pas appropriée, et un processus de correction s'est alors amorcé. Les gouvernements de l'Union européenne ont également adopté des mesures afin d'accroître la compétitivité de leurs économies et de réduire les déficits budgétaires.

La consolidation budgétaire dans l'Union européenne revêtait de l'importance à la fois pour défendre directement le taux de change et pour répondre aux critères de convergence, indispensables afin de préserver la crédibilité du projet d'union monétaire. Aussi, soutenus par la consolidation budgétaire et par les progrès institutionnels sur la voie de l'union monétaire (cf. infra), les taux de change ont renoué avec leurs cours pivots et sont redevenus plus stables.

La deuxième phase de l'union économique et monétaire a débuté le 1<sup>er</sup> janvier 1994 et la création de l'Institut monétaire européen (IME) a été mise à l'ordre du jour. L'IME a joué un rôle de premier plan dans la préparation de la troisième étape, en particulier la définition de la politique monétaire unique et du scénario d'introduction de l'euro. L'une des questions principales qui n'avait pas été tranchée à l'époque était celle du scénario concret du passage à la monnaie unique. Il s'agissait d'une question très complexe et délicate, dans la mesure où elle touchait le système bancaire, les marchés financiers, les entreprises et le grand public.

Le Conseil européen de Madrid de décembre 1995 a débouché sur une série de décisions cruciales : il a fixé au 1<sup>er</sup> janvier 1999 le lancement de la troisième phase ; il a décidé de nommer « euro » la future monnaie unique ; et il a arrêté le scénario du passage à la monnaie unique. Celui-ci devait se dérouler en trois phases distinctes : la première période devait débuter une fois que le Conseil européen aurait désigné les pays remplissant les critères de convergence. La création de la Banque centrale européenne a été une étape cruciale de cette phase. La deuxième période devait démarrer le 1<sup>er</sup> janvier 1999 lorsque l'euro deviendrait la monnaie officielle, les monnaies nationales devenant des subdivisions non décimales de l'euro. Elle s'arrêterait au moment de l'introduction des billets et des pièces en euros. Dès le début de cette période, les taux de change entre les pays participants ont été fixés irrévocablement et le SEBC a été chargé de conduire la politique monétaire unique en euros. Par ailleurs, les pays participants émettraient leurs nouveaux titres de créance en euros. Ces décisions visaient à créer une « masse critique » dont le but était d'amener les marchés financiers à adopter l'euro. La troisième période devait débuter avec le lancement des billets et des pièces en euros et durer six mois tout au plus.

Les décisions arrêtées au sommet de Madrid ont renforcé la confiance envers le processus de l'UEM, comme l'atteste le resserrement des écarts de taux par rapport au mark allemand. Elles ont également marqué le moment à partir duquel la communauté financière internationale allait commencer à prendre le processus de l'UEM au sérieux.

Le pacte de stabilité et de croissance a également constitué un thème central des négociations de l'UEM durant cette période. Les discussions en la matière ont été engagées à la suite de la proposition soumise par Theo Waigel, le ministre des Finances allemand, en novembre 1995 de conclure un « pacte de stabilité pour l'Europe ». Cet accord devait durcir les règles quant au comportement budgétaire pour les participants à l'UEM et inclure des sanctions automatiques. Au terme de longues et laborieuses discussions, un accord politique est intervenu au sommet de Dublin en décembre 1996.

De nouvelles procédures ont également été mises au point afin de renforcer la surveillance et la coordination des politiques économiques entre les pays membres de la zone euro. L'Eurogroupe, une enceinte réunissant de manière informelle les ministres des Finances des pays membres de la zone euro afin d'aborder des questions liées aux responsabilités spécifiques qu'ils partageaient en tant que membres de la zone euro, revêtait une importance particulière.

Un sommet extraordinaire des chefs d'État ou de gouvernement organisé à Bruxelles en mai 1998 a confirmé que l'union économique et monétaire allait débiter avec onze pays, à savoir la Belgique, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, l'Autriche et la Finlande.

## **Conclusion**

L'union économique et monétaire était avant tout un projet politique porté par les dirigeants européens, au plus haut niveau. L'essence même du projet trouve ses racines dans les stigmates de la Seconde Guerre mondiale, dans le désir profond des dirigeants européens d'éviter qu'un tel conflit ne se reproduise et dans leur volonté de construire une Europe qui soit meilleure et plus prospère. La réconciliation franco-allemande a par ailleurs été au cœur du processus d'intégration européenne.

À l'origine, les pays européens, la France et l'Allemagne en tête, avaient des conceptions diamétralement opposées en matière de politique économique. Aussi, les décideurs politiques réagissaient très différemment aux chocs économiques, ce qui engendrait des divergences significatives sur le front des perfor-

mances économiques et rendait les taux de change fixes insoutenables. La convergence des conceptions politiques ciblant la stabilité a donc été une condition indispensable à la réalisation de l'UEM.

Si le projet de l'UEM est parvenu à dépasser la résistance significative auquel il était confronté, c'est aussi parce qu'il était suffisamment flexible pour éviter certains écueils. Les provisions qui ont permis à l'UEM d'être lancée sans la participation de l'ensemble des États membres de l'UE, le degré très limité d'union économique ou le contournement d'un débat fondamental sur l'irrévocabilité d'une union politique peuvent être cités à titre d'exemple à cet égard. La crise de la zone euro a mis au jour un certain nombre de lacunes dans la structure de l'union économique et monétaire. Cette crise a débouché sur d'importantes réformes de la gouvernance de l'UEM. Il n'en reste pas moins que d'autres réformes seront encore nécessaires afin de parvenir à une véritable union économique et monétaire.

### **Références**

Balladur, É. (1988), « Mémoire sur la construction monétaire européenne », *ECU*, n° 3, pp. 17-20.

Comité d'étude de l'Union économique et monétaire (1989), *Rapport sur l'Union économique et monétaire dans la Communauté européenne*, Rapport Delors, Luxembourg.

Dyson K. et I. Maes (eds.) (2016), *Architects of the Euro: Intellectuals in the Making of European Monetary Union*, Oxford : Oxford University Press, p. 292.

Maes, I. (2002), *Economic thought and the making of European Monetary Union*, Cheltenham : Edward Elgar.

Maes, I. (2007), *Half a century of European financial integration. From the Rome Treaty to the 21<sup>st</sup> century*, Avant-propos de Ph. Maystadt, Bruxelles : Fonds Mercator.

Maes I. et I. Pasotti (2018), « The European Payments Union and the origins of Triffin's regional approach towards international monetary integration », *History of Political Economy*, Vol. 50, n° 1, pp. 155-190.

Mortensen, J. (1990), *Federalism vs. Co-ordination*, Bruxelles : CEPS.

Pöhl, K.-O. (1988), « The Further Development of the European Monetary System », *Collection of Papers*. Comité d'étude de l'Union économique et monétaire, Luxembourg, 1989, pp. 129-156.

Schöfelder, W. et E. Thiel (1996), *Ein Markt – Eine Währung*, 2 Ed., Baden-Baden : Nomos.

Triffin R. (1958), « La monnaie et le Marché commun – Politiques nationales et intégration régionale », *Cahiers de l'Institut de sciences économiques appliquées*, 74 : 1-17.

## **De l'eupéanisation des chaînes de valeur à la zone euro: le rôle des grandes firmes dans l'avènement et l'avenir de l'union monétaire**

Christakis Georgiou

*Cette contribution propose une lecture de l'histoire de la zone euro dont le point de départ est la transition vers le capitalisme oligopolistique en Europe. Il est soutenu que cette transition est le moteur du développement de l'interdépendance économique entre États européens qui, quant à elle, explique l'accumulation croissante de déséquilibres macroéconomiques. L'histoire de la zone euro est l'histoire des tentatives de gérer et contenir les risques financiers qui découlent de ces déséquilibres afin de garantir un fonctionnement stable à un système économique oligopolistique intégré à l'échelle européenne, au cœur duquel se trouvent les chaînes de valeur eupéanisées opérées par les grandes firmes eupéennes.*

### **Interdépendance, capitalisme oligopolistique, déséquilibres macroéconomiques et construction européenne**

Quel est le lien conceptuel entre l'existence de grandes firmes – industrielles et financières – et l'intégration monétaire et, plus généralement, la fabrication d'un régime de gouvernance macroéconomique dans l'Union européenne ?

Pour clarifier cette question, il convient de revenir aux prémisses théoriques des principales théories de la construction européenne elle-même. Qu'il s'agisse du néo-fonctionnalisme ou de l'intergouvernementalisme, ces théories se fondent sur l'idée que le moteur de la construction européenne est la montée en puissance de l'interdépendance économique entre les États européens. Cette interdépendance est comprise comme le degré d'imbrication de leurs économies respectives, mesurée par des indicateurs comme l'ouverture commerciale et financière de ces économies et la concentration de leur commerce et de leurs transactions financières extérieurs en direction des autres États européens. Cependant, ces théories voient l'interdépendance comme une donnée macroéconomique dont il s'agit de constater l'évolution sans se préoccuper du moteur qui détermine son développement.

Or, en cherchant à déterminer le moteur de cette interdépendance, des chercheurs sont arrivés à la conclusion que c'est la transition du capitalisme entre-

preneurial au capitalisme oligopolistique (ou *corporate* dans la terminologie anglophone) qui implique l'imbrication croissante des économies nationales en Europe<sup>1</sup>. Cette transformation<sup>2</sup> a été le produit de ce que les historiens économiques appellent la seconde révolution industrielle de la dernière partie du 19<sup>e</sup> siècle et elle a déterminé le développement de toutes les économies avancées du 20<sup>e</sup> siècle. Les secteurs économiques liés aux technologies de la seconde révolution industrielle (métallurgie, automobile, construction mécanique, pneumatique, chimie, agroalimentaire, etc.) ont constitué le cœur des économies avancées du 20<sup>e</sup> siècle.

Pour avoir lieu, cette transformation implique l'existence d'un grand marché unifié de taille continentale, une condition réalisée aux États-Unis à la fin du 19<sup>e</sup> siècle. En revanche, l'Europe, balkanisée par la multiplicité d'États-nations sur le continent, n'a pu réaliser cette condition qu'après les années 1950 grâce à la construction européenne. Tout au long du 20<sup>e</sup> siècle, la problématique de l'unification économique-politique de l'Europe a été liée au problème de la généralisation de la production à grande échelle et à la transformation oligopolistique des structures productives et marchandes.

Par conséquent, la construction européenne doit être théorisée comme un processus guidé par la nécessité de créer un système économique intégré à l'échelle continentale et dominé par de grandes organisations industrielles et financières de type oligopolistique. Et, point crucial pour ce qui concerne la question de la zone euro, pour que ce système économique fonctionne de manière stable si ce n'est optimale, la construction européenne implique également la création d'institutions qui accommodent le fonctionnement de ce capitalisme oligopolistique, de la même manière que l'ordre fédéral américain a profondément été transformé<sup>3</sup> durant la première moitié du 20<sup>e</sup> siècle pour s'adapter à l'avènement du capitalisme oligopolistique.

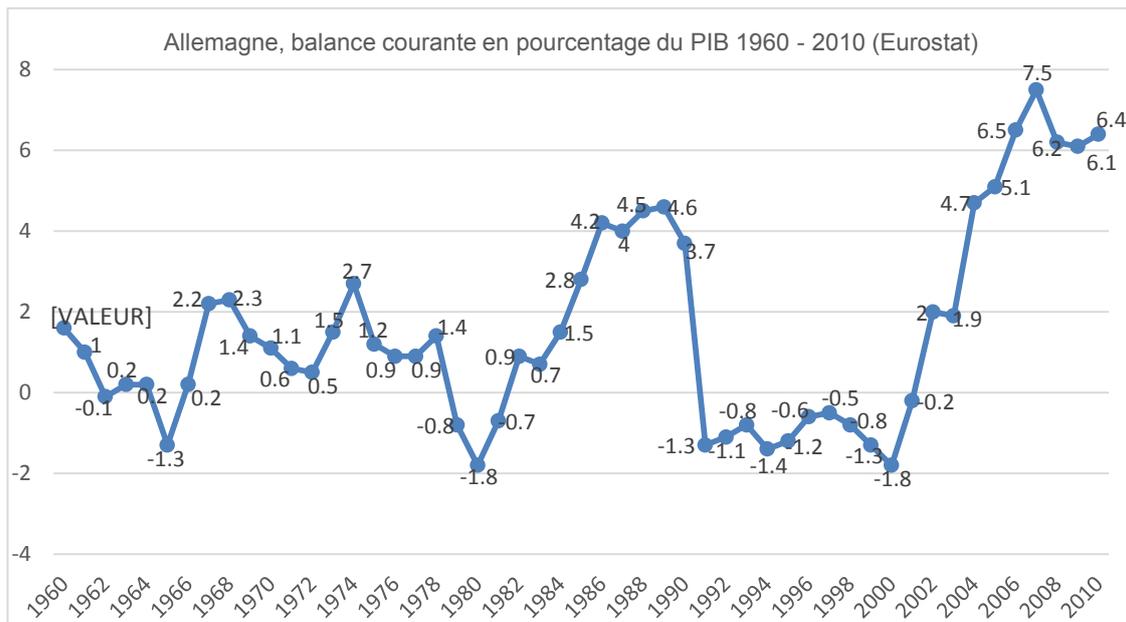
---

<sup>1</sup> Voir Jean-Christophe Defraigne, *De l'intégration nationale à l'intégration continentale*, Paris, L'Harmattan, 2004 ; Kerry A. Chase, *Trading Blocs: Firms, States and Regions in the World Economy*, Ann Arbor, Michigan UP, 2005.

<sup>2</sup> Alfred D. Chandler Jr., Franco Amatori and Takashi Hikino (eds), *Big Business and the Wealth of Nations*, Cambridge, Cambridge UP, 1997.

<sup>3</sup> Pour quelques exemples: Arthur Selwyn Miller, *The Modern Corporate State: Private Governments and the American Constitution*, Westport, Greenwood Press, 1976; Stephen Skowronek, *Building a New American State: The Expansion of National Administrative Capacities, 1877-1920*, Cambridge, Cambridge UP, 1982; James Livingston, *Origins of the Federal Reserve System: Money, Class, and Corporate Capitalism, 1890-1913*, Ithaca, Cornell UP, 1986.

Comment cette conception de la construction européenne peut-elle nous permettre de comprendre l'histoire de l'intégration monétaire européenne ? Le point de départ ici est l'analyse de l'historien Harold James<sup>4</sup> selon qui l'histoire de la zone euro doit être comprise comme l'histoire de la tentative de gestion des risques financiers qui découlent de l'accumulation croissante de déséquilibres macroéconomiques, et, en particulier, d'excédents courants allemands, depuis les années 1950. Le graphique montre l'évolution de la balance courante allemande depuis les premières années de la mise en œuvre des traités de Rome qui ont institué ce qui est aujourd'hui devenu l'Union européenne. En effet, on peut constater que la tendance à long terme est à l'accroissement des excédents allemands, jalonnés par quelques corrections dont seule celle de la période 1990-2000 – qui correspond aux effets macroéconomiques de la réunification allemande – a pu durablement mettre en parenthèse la tendance de long terme.



Or, la tendance à l'accumulation croissante des déséquilibres macroéconomiques en Europe est directement liée à l'approfondissement de

<sup>4</sup> *Making the European Monetary Union*, Cambridge MA, Harvard UP, 2012.

l'interdépendance économique, et donc à la transition vers un capitalisme oligopolistique à l'échelle européenne. Plus les économies nationales se sont ouvertes aux flux de marchandises et de capitaux, plus les marchés de capitaux se sont intégrés à l'échelle européenne et donc plus ils se sont élargis. Plus les marchés de capitaux sont profonds, plus ils sont en mesure de financer des déséquilibres macroéconomiques et donc de permettre leur accumulation élargie. Ainsi, à mesure que le capital a été concentré et centralisé dans de grandes firmes en Europe et que celles-ci se sont mises à s'étendre à l'échelle du marché unique européen, les déséquilibres macroéconomiques se sont creusés. Point crucial, comme on va le voir par la suite, cette accumulation croissante a généré des risques financiers qui ont menacé la stabilité de l'économie *corporate* européenne. Par conséquent, il a fallu y remédier de manière à éliminer ces risques sans remettre en cause l'intégration européenne et donc le fonctionnement des grandes firmes européennes.

#### **La « préhistoire » de la zone euro: la période des champions nationaux**

Le processus de transition vers le capitalisme oligopolistique a, bien entendu, commencé bien avant les débuts de la construction européenne. Cependant, les initiatives sur le plan économique (CECA, CEE) des années cinquante visaient à permettre à cette transition de se réaliser dans des conditions pacifiques et de manière accélérée pour rattraper le retard économique accumulé par l'Europe par rapport aux États-Unis.

Durant une première période – que j'appelle en suivant Jean-Christophe De-fraigne, la période de la stratégie des champions nationaux – la transformation oligopolistique est poursuivie en combinant deux dimensions : d'une part, la libéralisation commerciale devant déboucher sur la réalisation de l'union douanière à la fin des années 1960 qui permet d'élargir le marché auquel ont accès les grandes firmes européennes, condition cruciale pour permettre l'accroissement de leur production et donc la réalisation d'économies d'échelle inhérentes aux activités productives de la seconde révolution industrielle. D'autre part, les États-membres de la CEE continuent à poursuivre les politiques volontaristes de constitution de quelques grandes firmes nationales par secteur d'activité, une politique qui date des années 1920 et dont l'exemple idéal-typique est la politique industrielle française et italienne des années 1960.

Durant cette période donc, la consolidation du capital dans les différents secteurs d'activité se réalise dans les cadres nationaux. Bien que l'union douanière soient rapidement réalisée et que par conséquent les protections tarifaires soient éliminées, le marché commun reste fragmenté et est constitué par une juxtaposi-

tion de marchés nationaux. La structuration des chaînes de valeur opérées par les grandes firmes se fait donc à l'échelle nationale et les investissements étrangers intra-européens demeurent d'ampleur limitée et de type « market-seeking », c'est-à-dire qu'ils sont motivés par le fait de produire sur place des biens à commercialiser sur le marché local, en dupliquant les structures productives déjà opérées par la firme multinationale sur son marché domestique (et non pas en les intégrant à travers les frontières de sorte à constituer un réseau productif unique)<sup>5</sup>. Cela limite fortement les avantages en termes d'économies d'échelle que peuvent tirer les grandes firmes de l'élargissement de leur marché permis par l'union douanière. Le célèbre ouvrage du journaliste français Jean-Jacques Servan-Schreiber, *Le Défi Américain* (1967), mettait précisément en garde contre cette insuffisance et expliquait la nécessité, en particulier dans les secteurs de haute technologie, de favoriser la concentration transfrontière de l'industrie européenne.

Dans tous les cas, la conséquence de cette réalité aux débuts des années 1970 est que l'intégration économique européenne est essentiellement un phénomène commercial. En effet, les économies des États-membres s'ouvrent commercialement de plus en plus et la direction de leur commerce extérieur se concentre de plus en plus vers le reste de l'Europe.

Cette intégration économique limitée explique que durant cette période les déséquilibres macroéconomiques et les excédents courants allemands demeurent d'ampleur relativement limitée, oscillant autour de 1,5% du PIB allemand. De plus, ils sont encadrés par le système monétaire international dit de Bretton Woods : les monnaies européennes sont toutes fixées par rapport au dollar américain et à de rares occasions (en 1961 et en 1969), des négociations internationales de réajustement des parités entre monnaies ont lieu pour accommoder les pressions à la hausse (pour le deutsche mark) ou à la baisse (pour le franc français et la lire italienne) émanant des marchés des capitaux.

Ainsi, le système monétaire, qui fournit le cadre dans lequel l'interdépendance économique s'approfondit en Europe, n'est pas source d'instabilité et ne crée pas des problèmes récurrents et insurmontables. Le débat sur l'union monétaire et économique de la CEE commence timidement au début des années 1960 mais reste de nature intellectuelle, sans influence sur les décideurs politiques.

---

<sup>5</sup> Cette typologie des investissements étrangers est due à John H. Dunning, le célèbre spécialiste des firmes multinationales et des investissements étrangers. Voir son « Toward an eclectic theory of international production: some empirical tests », *Journal of International Business Studies*, 11/1, 1980, pp. 9-31.

### **L'européanisation des champions nationaux industriels**

Durant les années 1970, après la réalisation de l'union douanière en 1968, la stratégie des champions nationaux s'épuise. Progressivement, les champions nationaux – d'abord les firmes industrielles et plus tard les firmes financières – construits durant ces décennies commencent à s'européaniser et ce mouvement d'européanisation conduit à une restructuration profonde de l'économie et des politiques publiques européennes.

En effet, à commencer par les firmes industrielles de haute technologie, les marchés nationaux ne fournissent plus une base assez large pour réaliser des chiffres d'affaires permettant d'optimiser le rendement des investissements et de minimiser les prix unitaires de production de manière à réaliser des économies d'échelle. Cela crée le besoin d'élargir à l'échelle du marché européen les activités de chaque champion national et d'intégrer à travers les frontières leurs opérations productives pour éliminer la duplication des investissements et rationaliser les structures productives.

Dans les industries les plus avancées technologiquement – l'aérospatial, l'informatique, la pharmaceutique – des tentatives souvent volontaristes de créer des « champions européens » sont conduites dès les années 1970. Airbus et Arianespace en sont l'héritage et les plus grandes réussites. Dans des secteurs moins intensifs technologiquement, l'européanisation se fait de manière plus lente et sans interventionnisme public.

Les champions nationaux industriels sont les premières grandes firmes à s'européaniser. Cela se fait à travers le décollage des investissements étrangers intra-européens, qui désormais sont des investissements de type « efficiency-seeking », c'est-à-dire qu'ils sont motivés par la recherche de gains découlant d'une meilleure combinaison des facteurs de production et qu'ils ne dupliquent plus les structures productives mais les intègrent dans un réseau unique. Deux grandes vagues de tels investissements ont lieu, la première durant la seconde moitié des années 1980 et la seconde durant la seconde moitié des années 1990<sup>6</sup>. De plus en plus, ces investissements prennent aussi la forme de rachats et de fusions entre firmes européennes, de manière à ce que le phénomène de la consolidation transnationale des secteurs économiques reproduit à l'échelle européenne le processus de consolidation nationale qui a caractérisé la période précédente.

---

<sup>6</sup> Voir le chapitre 2 de mon ouvrage *Les grandes firmes françaises et l'Union européenne*, Vulaines sur Seine, Le Croquant, 2016, pp. 97-137.

Le résultat de ce mouvement d'eupéanisation est la structuration à l'échelle européenne des chaînes de valeur industrielles. Cela est capital, car l'eupéanisation des chaînes de valeur est l'élément essentiel permettant l'intégration effective des économies des États-membres de l'UE et la création d'une économie européenne réellement unique. Par ailleurs, cela tire également le commerce intra-européen à travers le commerce intra-firme de biens intermédiaires nécessaires à la fabrication des biens finaux, un phénomène qui caractérise de plus en plus le commerce international à mesure que les investissements étrangers augmentent en importance.

Ainsi, à partir de la fin des années 1970, l'intégration économique européenne est surtout une intégration productive (investissements étrangers) et financière (flux financiers), bien que l'intégration commerciale continue à s'approfondir.

Au niveau des politiques microéconomiques, le passage d'une stratégie des champions nationaux à une stratégie des champions européens conduit à trois développements fondamentaux. Le premier est l'achèvement du marché unique par l'élimination des barrières dites non-tarifaires, un projet qui constitue l'objectif de l'Acte Unique Européen et du programme de directives « Europe 1992 » mis en œuvre à la fin des années 1980 et au début des années 1990. Le second est l'émergence de politiques publiques supranationales visant à promouvoir les champions européens industriels, notamment la politique technologique inaugurée en 1983 (Programmes-cadres pour la recherche et le développement technologique). Enfin, le troisième développement est la libéralisation des mouvements de capitaux à la fin des années 1980.

Avec l'eupéanisation des chaînes de valeur et l'approfondissement qualitatif de l'intégration économique auquel cela conduit, les déséquilibres macroéconomiques et les excédents courants allemands se hissent à des niveaux plus élevés. En effet, durant les années 1980, la balance courante allemande passe d'un déficit de 1,8% à un excédent de 4,6%, un retournement impressionnant de presque 6% du PIB. Il faut ici relever que le déficit courant allemand de la fin des années 1970 était conjoncturel et lié à la brève tentative de reflation de la demande domestique allemande conduite par le gouvernement de Helmut Schmidt suite aux pressions exercées par l'administration américaine de Jimmy Carter dans le but d'enrayer la dépréciation continue du dollar qui a suivi la fin du système monétaire international de Bretton Woods en 1971. Ainsi, les trois années de déficit courant allemand (1979-1981) étaient le produit de circonstances exceptionnelles et non liées à des développements économiques altérant la structure du commerce extérieur de ce pays. Une fois que la politique macroéconomique allemande se libère de la contrainte découlant des pressions américaines,

la balance courante allemande retrouve sa trajectoire « naturelle » et repart à la hausse tout au long de la décennie 1980.

Or, les conséquences de ce creusement des excédents courants allemands se combinent avec la nouvelle structure des chaînes de valeur pour inciter les grandes firmes industrielles à revoir leurs préférences en matière de politique macroéconomique dans un sens qui va conduire à la réalisation de l'union monétaire.

### **La monnaie unique comme conséquence de l'eupéanisation des champions nationaux industriels**

La fin du système de Bretton Woods brise le cadre monétaire dans lequel s'était déroulée la première étape de la construction européenne durant les années 1950-1960. La décennie qui suit la décision américaine de suspendre la convertibilité-or du dollar en 1971 est marquée par l'instabilité monétaire transatlantique, avec une dépréciation continue du dollar qui fait fuir des capitaux vers l'Europe. Ces capitaux se réfugient de manière prioritaire dans les monnaies fortes du continent, le deutsche mark en particulier, émises par les États-membres de la Communauté qui réalisent des excédents courants et qui ont les taux d'inflation les moins élevés. Ainsi, la dépréciation du dollar crée des pressions différenciées à la hausse sur les monnaies européennes, ce qui déstabilise leurs relations bilatérales et fait s'apprécier le deutsche mark et les autres monnaies fortes par rapport aux monnaies faibles (principalement le franc français et la lire italienne).

Cette situation est aggravée par la divergence des politiques macroéconomiques des États-membres ; ceux-ci poursuivent, en effet, des politiques divergentes jusqu'au milieu des années 1980<sup>7</sup>. Ainsi, les relations monétaires européennes des années 1970 et du début des années 1980 sont marquées par des crises répétées sur le marché des changes qui conduisent à des réajustements fréquents des parités bilatérales, voire à des attaques spéculatives qui font décrocher les monnaies faibles (le plus souvent la lire italienne) du deutsche mark. Ce schéma se répète régulièrement jusqu'en 1983, date à laquelle la France annonce sa ferme intention d'aligner ses politiques macroéconomiques sur celles de l'Allemagne, de manière à préserver la stabilité du Système Monétaire Européen. C'est dans ce contexte que l'administration Carter presse le gouvernement Schmidt de mener des politiques plus expansionnistes afin d'atténuer la

---

<sup>7</sup> David M. Andrews « Capital mobility and monetary adjustment in Western Europe, 1973-1991 », *Policy Sciences*, 27/4, 1994, pp. 425-445.

chute du dollar et stabiliser les relations monétaires transatlantiques mais aussi européennes. Cette demande américaine est appuyée par la France et les autres États-membres à monnaie faible, mais aussi dans une certaine mesure par les industriels allemands qui craignent une trop forte appréciation du deutsche mark.

Lorsque cet intermède prend fin avec la décision de la Bundesbank de relever ses taux d'intérêt en 1981, le scénario selon lequel l'Allemagne prend en compte dans la formulation de ses politiques macroéconomiques le besoin de stabilité du système monétaire européen et international et conduit par conséquent des politiques davantage expansionnistes que d'habitude, s'avère l'exception qui confirme la règle de la structure déséquilibrée de la macroéconomie européenne. Malgré la réussite de la politique du franc fort (appelée aussi désinflation compétitive) menée par la France depuis 1976 – consistant à des politiques macroéconomiques plus restrictives pour juguler le différentiel d'inflation avec l'Allemagne – les excédents allemands ne cessent de croître tout au long des années 1980. Ainsi, après une période de relative stabilité des changes intra-européens entre 1983 et 1987, la fin des années 1980 est à nouveau marquée par des mouvements spéculatifs et de l'instabilité monétaire.

Or, cette situation finit par convaincre les dirigeants des grandes entreprises que le problème de l'instabilité monétaire ne pourra se régler que par une solution radicale comme la création d'une monnaie unique. Les travaux du politiste américain Jeffrey Frieden<sup>8</sup> ont montré comment cette évolution a conduit les élites économiques des pays européens à modifier leurs préférences en matière macroéconomique en faveur de la stabilité des changes au détriment de l'autonomie des politiques macroéconomiques nationales (ce qui, durant la période des champions nationaux, était un instrument utile permettant de gérer le cycle macroéconomique national dans l'intérêt de la politique de croissance des grandes firmes domestiques). En effet, l'europanisation des chaînes de valeur industrielles a non seulement contribué à approfondir l'intégration économique, et donc à creuser les déséquilibres macroéconomiques ; elle a également accentué l'exposition des grandes firmes au risque de change, c'est-à-dire au risque qui découle de la variation imprévue des différentes monnaies dans lesquelles les firmes détiennent leurs actifs ou réalisent leurs transactions commerciales. Cette exposition accrue au risque de change constitue un problème majeur pour la gouvernance des chaînes de valeur europanisées puisqu'elle dimi-

---

<sup>8</sup> « The Impact of Goods and Capital Market Integration on European Monetary Politics », *Comparative Political Studies*, 29/2, 1996, pp. 193-222 et « Real Sources of European Currency Policy: Sectoral Interests and European Monetary Integration », *International Organization*, 56/4, 2002, pp. 831-860.

nue la capacité des firmes à planifier leurs activités. C'est ici que la contradiction entre le fonctionnement stable d'un capitalisme européen oligopolistique et la fragmentation monétaire de l'Europe se vérifie de manière claire et c'est afin de résoudre cette contradiction que la monnaie unique est créée.

En effet, le principal argument mis en avant par l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe – créée en 1987 par cinq dirigeants exécutifs de grandes firmes industrielles et qui rapidement devient la principale organisation *corporate* militant pour la monnaie unique – mais aussi par la Commission européenne pour justifier le projet de monnaie unique, est le besoin de stabilité des changes qui découle de l'europanisation des chaînes de valeur<sup>9</sup>. L'AUME joue un rôle très important dans la campagne politique pour la réalisation de l'union monétaire, en particulier en direction de l'opinion publique allemande dont le scepticisme constitue le plus important obstacle politique sur le chemin qui mène de Maastricht à l'introduction de l'euro en 1999. Environ la moitié des événements publics organisés par l'AUME durant les années 1990 a ainsi lieu en Allemagne.

Or, l'AUME décide de se dissoudre en 2001, jugeant que son objectif (l'élimination du risque de change par la création de la monnaie unique) est réalisé. Cette décision est prise malgré la conscience qu'en ont les dirigeants que l'union monétaire ne sera à long terme viable qu'à condition de lui adjoindre une union fiscale et politique<sup>10</sup>. L'AUME n'appuie donc pas la proposition publique formulée en 1998 par le commissaire de Silguy de créer un Trésor de la zone euro et de mutualiser une partie des dettes publiques des États-membres, une proposition particulièrement clairvoyante au regard de la crise qui secouera la zone euro en 2008-2012.

### **L'europanisation des champions nationaux financiers**

Durant les années 1990, les conséquences inflationnistes de la réunification allemande dénaturent le système monétaire européen. L'Allemagne est contrainte de mener des politiques macroéconomiques plus expansionnistes que d'habitude et par conséquent d'accumuler des déficits courants durant dix années consécutives. La transition vers la monnaie unique en est grandement facilitée puisque la pression désinflationniste sur les États-membres à monnaie

---

<sup>9</sup> Le lien très étroit entre l'association et l'exécutif européen m'a été confirmé dans des entretiens avec des dirigeants de l'association ainsi qu'avec le commissaire (1995-1999) aux affaires monétaires Yves-Thibault de Silguy.

<sup>10</sup> Cela m'a été confirmé dans les entretiens susmentionnés.

faible se desserre et le dynamisme de la demande domestique allemande leur permet d'accroître leurs exportations.

Cependant, à partir de la fin de la décennie, l'Allemagne redresse la barre sur le plan macroéconomique en menant une politique de désinflation compétitive. D'abord, l'élargissement du marché du travail allemand ainsi que l'ouverture vers les économies de l'Est créent aussi un choc sur le marché du travail en élargissant abruptement l'offre de main d'œuvre. Cela conduit à un accord entre syndicats et patronat en 1998 consistant à préserver l'emploi dans l'industrie allemande en échange d'une longue période de gel salarial. De même, les négociations collectives sont flexibilisées – notamment en favorisant leur décentralisation au niveau des firmes – ce qui a également un effet désinflationniste. Ensuite, le gouvernement rouge-vert de Gerhard Schröder mène les réformes connues sous le nom d'Agenda 2010 qui conduisent à la multiplication des emplois précaires dans les services et à la diminution drastique du chômage et donc des prestations sociales afférentes. Enfin, la politique fiscale allemande suit depuis le milieu des années 1990 une tendance durablement restrictive, annulant entièrement les effets de la relance forcée du début des années 1990.

Durant la même période, les champions nationaux financiers commencent également à s'europaniser. Les directives bancaires et financières du début des années 1990 posent les bases juridiques qui facilitent ce mouvement d'europanisation en créant le principe du « passeport unique » financier, selon lequel l'attribution d'une licence bancaire par un superviseur national est suffisante pour développer des activités partout dans le marché unique européen. Les industries financières nationales sont rapidement consolidées durant les années 1990, en particulier vers la fin de la décennie et en lien avec le passage à la monnaie unique<sup>11</sup>. La consolidation nationale des industries bancaires vise à créer des firmes suffisamment solides pour pouvoir partir à l'assaut du reste du marché unique financier européen.

Au milieu des années 2000, juste avant le début de la crise financière et de celle de la zone euro, les activités d'*investment banking* ainsi que l'industrie des assurances sont parfaitement europanisées. Le secteur de la banque de détail – un secteur très important en Europe continentale, contrairement aux États-Unis où le financement de l'économie se fait beaucoup plus par les marchés des titres plutôt que par le crédit bancaire – est en retard, bien que timidement il apparaisse quelques grandes banques universelles réellement paneuropéennes<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> Voir mon *Les grandes firmes, op. cit.*, pp. 274-275.

<sup>12</sup> On peut citer Unicredit, BNP-Paribas, Santander et quelques autres.

L'europanisation de l'industrie financière durant cette période permet une croissance exponentielle des flux financiers transfrontières intra-européens<sup>13</sup>. Cette croissance est la forme principale que prend l'intégration économique européenne durant cette période. Ce phénomène avait été anticipé par les promoteurs de la monnaie unique et avait même été cité comme l'un des objectifs majeurs de l'union monétaire. En effet, l'élimination du risque de change encourage les investisseurs à investir dans les économies déficitaires et demandeuses de capital et cela déprime les taux d'intérêt auxquels les agents économiques dans ces économies peuvent emprunter auprès des investisseurs étrangers. Cette amélioration des conditions de financement est en effet une aubaine pour ces économies, mais contrairement à ce qui avait été annoncé, l'afflux de capitaux ne finance pas des investissements productifs mais des bulles spéculatives – centrées dans l'immobilier et le crédit à la consommation – et ne permet pas, par conséquent le rattrapage économique durable espéré.

Or, la croissance des flux financiers intra-européens joue dans le même sens que par le passé, en permettant un financement prolongé des déséquilibres macroéconomiques et par conséquent leur accumulation croissante. Les excédents allemands repartent ainsi à la hausse après la parenthèse de la réunification. Mais cette fois, leur accumulation se fait à des rythmes spectaculaires, puisqu'en quelques années seulement (de 2001 à 2007), la balance courante allemande passe de -0,2% à 7,5% du PIB. En revanche, ce retour à la structure traditionnelle des déséquilibres macroéconomiques en Europe ne préoccupe pas les responsables politiques et bureaucratiques de la zone euro, convaincus d'avoir résolu le problème du risque financier posé par les déséquilibres à travers l'introduction de la monnaie unique, à tel point on avait assimilé ce risque financier au risque de change jusque-là. Un débat a même lieu sur l'opportunité de continuer à collecter des données statistiques concernant les balances de paiement des États-membres.

### **La crise de 2010-2012 et les débuts de l'union fiscale**

Or, avec l'éclatement de la crise financière aux États-Unis en 2008, un processus global de *cross-border retrenchment* financier (recul de l'activité transfrontière) se déclenche, dont la dimension intra-zone euro est particulièrement aiguë. En d'autres termes, le financement des déséquilibres macroéconomiques au sein de la zone euro n'est plus assuré par les investisseurs privés et cela

---

<sup>13</sup> Philip R. Lane « Capital Flows in the Euro Area », *European Economy*, Economic Papers 497, April 2013.

expose la zone euro à des *sudden stops* (arrêts brutaux) caractéristiques des crises de la balance des paiements<sup>14</sup>.

Sous le Système Monétaire Européen, les crises de change étaient précisément le résultat de tels mouvements financiers abrupts qui se concentraient sur le marché des changes. Les investisseurs qui anticipaient l'incapacité des autorités nationales à préserver la valeur de leur monnaie fuyaient cette monnaie. Cette fois, ces *sudden stops* se concentrent sur le marché de la dette publique et sur le marché interbancaire. Ainsi, le risque financier induit par l'accumulation de déséquilibres macroéconomiques en Europe, ré-émerge en 2009 via le canal fiscal et le canal interbancaire, pour prendre la forme du risque souverain et du risque bancaire. Les États-membres enregistrant des déficits courants, ainsi que les banques domiciliées dans ces États, se retrouvent fragilisés par le refus des investisseurs financiers non-résidents à continuer à les financer.

C'est la conjonction de ces deux risques qui caractérise la crise de la zone euro de 2009-2012. Lorsqu'un État (la Grèce et le Portugal) ne réussit plus à se financer auprès des marchés, la possibilité d'un défaut de paiement souverain vient peser sur la solvabilité des banques qui y sont domiciliées ; par conséquent, les banques en question peinent à se refinancer sur le marché interbancaire. À son tour, la fragilité bancaire pèse sur l'État-membre. À l'inverse, lorsqu'un secteur bancaire national implose (en Espagne, en Irlande et à Chypre), c'est la solvabilité de l'État-membre qui en a la responsabilité qui est mis en doute, car les investisseurs doutent de sa capacité à supporter le poids fiscal nécessaire pour recapitaliser les banques locales.

Dans ce contexte, les grandes firmes, en particulier financières, se trouvent massivement exposées à ces deux risques, comme par le passé elles se trouvaient exposées au risque de change. Cette exposition massive à ces deux risques déstabilise profondément l'économie européenne et la fait replonger en récession de la mi-2011 à début 2013. Ce *double dip* est l'illustration la plus claire de la contradiction entre le fonctionnement stable d'un capitalisme européen oligopolistique et la fragmentation fiscale de l'Europe. Ce n'est donc pas un hasard si, dès 2008, les grandes firmes financières se mobilisent pour réclamer des mesures permettant d'éliminer le risque souverain ainsi que le risque bancaire<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> Silvia Merler and Jean Pisani-Ferry « Sudden Stops in the Euro Area », *Review of Economics and Institutions*, 3/3, 2012, pp. 1-23.

<sup>15</sup> Voir mon « The Eurozone crisis and the European corporate elite: Bringing corporate actors into focus », *Economy and Society*, 45/1, 2016, pp. 51-76.

Dans les deux cas, la solution pour éliminer le risque souverain et le risque bancaire est la création d'une union fiscale dans la zone euro, c'est-à-dire la mutualisation partielle de la responsabilité fiscale des États-membres. Dans le cas du risque souverain, il s'agit pour les États-membres qui jouissent de la plus grande crédibilité auprès des investisseurs de « prêter » leur signature aux États-membres fragilisés, en acceptant d'une manière ou d'une autre de garantir leur solvabilité. Dans le cas du risque bancaire, la solution est la création d'un fonds de recapitalisation européen abondé par des ressources fiscales des États-membres de la zone euro.

C'est précisément ces solutions qui sont apportées en 2010-12 à la crise, et qui font de ce moment un tournant décisif dans l'histoire européenne en marquant les débuts d'une union fiscale européenne. Pour ce qui concerne le risque souverain, la mutualisation se fait à travers le Mécanisme Européen de Stabilité, et surtout à travers l'accumulation sur le bilan de la Banque Centrale Européenne de titres de dette publique des États-membres de la zone euro. Selon les données de la Banque des Règlements Internationaux, en 2017 la BCE détient 16,6% du stock de dette publique de la zone euro<sup>16</sup>. Le capital de la BCE étant souscrit par les banques centrales nationales qui appartiennent aux Trésors des États-membres, l'accumulation de dettes publiques sur le bilan de la BCE équivaut à une mutualisation fiscale par défaut, selon le terme de Waltraud Schelkle<sup>17</sup>.

La BCE joue également un rôle dans la recapitalisation des banques, à travers ses mesures non-conventionnelles qui permettent de canaliser des liquidités vers les banques à des taux ultra-préférentiels et pour des maturités très longues. Ceci permet aux banques de restaurer leurs marges et ainsi de se recapitaliser progressivement<sup>18</sup>. Mais surtout, le risque bancaire est éloigné par la création de l'Union bancaire qui permet de mobiliser des ressources fiscales européennes pour recapitaliser les banques européennes. L'Espagne en bénéficie dès l'été 2012 – alors que l'Union bancaire vient à peine d'être décidée et qu'elle n'existe donc pas encore. Dans le dispositif institutionnel mis en place par la suite, cela s'incarne dans le Fonds de Résolution Unique (FRU), qui mutualise des ressources prélevées sur l'industrie bancaire européenne elle-même (et

---

<sup>16</sup> *87th Annual Report*, 2017, p. 72. En comparaison, le Federal Reserve System ne détient que 11,8% de la dette publique américaine.

<sup>17</sup> « Fiscal Integration by Default », in Philipp Genschel and Markus Jachtenfuchs (eds) *Beyond the Regulatory Polity? The European Integration of Core State Powers*, Oxford, Oxford UP, 2013, pp. 105-123.

<sup>18</sup> Cette analyse est développée par Schelkle, *ibid.*

constituant ainsi une forme de recette fiscale), ainsi que dans le *backstop* fiscal censé soutenir le FRU en cas d'épuisement de ses ressources<sup>19</sup>.

### **Conclusion**

Cette contribution très synthétique démontre comment l'évolution de la zone peut être comprise comme une série de tentatives visant à assurer un fonctionnement stable, sur le plan macroéconomique, au capitalisme européen oligopolistique qui prend forme à partir des années 1980 en raison de l'eupéanisation des chaînes de valeur opérées par les grandes firmes européennes.

La création de l'union monétaire peut être comprise comme la solution au risque de change induit par l'accumulation croissante de déséquilibres macroéconomiques en Europe suite à l'eupéanisation des chaînes de valeur. De même, la crise de 2010-12 peut être considérée comme le début de l'union fiscale en Europe, conçue comme la solution au risque souverain et au risque bancaire induit par la réapparition à une échelle élargie des déséquilibres macroéconomiques, suite à la parenthèse constituée par la réunification allemande et les années 1990.

---

<sup>19</sup> Le *backstop* n'a pas encore été officialisé, mais il sera constitué par le Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Dans tous les cas, le précédent espagnol montre qu'en cas de besoin, les ressources du MES pourront être mobilisées.



**Problématique et analyse  
de l'Union monétaire**



## **Convergence et solidarité : facteurs-clé de la stabilité de la zone euro**

Jean-Pierre Roth

*Les critères de convergence ont joué un rôle essentiel dans la sélection des pays pouvant accéder à la zone euro. Dès la zone constituée, la seule règle de discipline commune a été le respect d'un déficit public maximal de 3 %. Ceci n'a pas été suffisant pour assurer une convergence macroéconomique des pays membres. Ainsi a-t-on pu noter un déficit croissant des paiements des pays du Sud de l'Europe par rapport à ceux du Nord. Sous le régime précédent des changes fixes défini à Bretton-Woods, une telle situation aurait forcé les pays déficitaires et excédentaires à prendre des contre-mesures visant à assurer, en durée, une convergence de leurs économies respectives. Ces mécanismes automatiques de rééquilibrage n'existent plus dans la zone euro. Sans eux, les déséquilibres internes ne cesseront de s'aggraver, ce qui menacera la stabilité de la zone sur la durée.*

### **La convergence : une nécessité apparue dès le début des années 1990**

Dès les années 1990, soit dans la phase de préparation de l'union monétaire, la convergence des paramètres macroéconomiques des pays candidats à la monnaie unique avait été identifiée comme un facteur essentiel à la réussite de l'entreprise. Ainsi, les pays souhaitant bénéficier de l'intégration monétaire devaient-ils remplir un certain nombre de conditions préalables pour pouvoir adhérer. Il s'agissait de critères de nature monétaire et financière touchant à l'inflation, aux taux d'intérêt, aux cours de change et aux déficits publics. Aux yeux des artisans du projet d'intégration, pour assurer la stabilité de la zone, il convenait donc de n'y laisser entrer que des pays affichant des performances comparables en matière de monétaire.

Mais le Traité de Maastricht considérait très justement que la convergence ne devait pas être simplement une condition nécessaire au moment de l'entrée dans la zone monétaire ; il fallait aussi qu'elle soit assurée une fois la monnaie unique en place. Comme les critères d'inflation et de taux d'intérêt perdaient leur signification avec la disparition des monnaies et des politiques monétaires nationales, la nécessité de converger s'est concentrée sur le respect des 3 % de déficit public maximum.

Les critères de convergence imposés aux candidats à l'adhésion ne garantissaient aucunement une convergence réelle ultérieure des économies candidates. Bien sûr, les taux de conversion adoptés au moment du remplacement des monnaies nationales par l'euro étaient censés avoir aligné les taux de change réels au 1<sup>er</sup> janvier 1999, mais cette mise à niveau n'est plus la réalité que nous observons 20 ans après.

### **Convergence monétaire initiale, divergences réelles ultérieures**

En effet, force est de constater que depuis la création de la zone euro, des écarts importants de compétitivité se sont creusés, écarts qui n'ont pu être compensés par des ajustements de change puisque les monnaies nationales ont disparu. Ainsi, selon l'OCDE<sup>1</sup>, le PIB par heure travaillée a augmenté en Italie de 1,4 % de 2000 à 2017, alors qu'il a progressé de 19,6 % en Allemagne. Ceci donne le sentiment qu'un écart important de productivité s'est creusé entre les deux pays au cours de cette période. En termes monétaires, cela signifie que l'euro est devenu de plus en plus « léger » pour l'Allemagne alors qu'il s'alourdissait progressivement pour l'Italie. L'absence de volonté d'ajustement structurel de l'Italie aux nouvelles réalités imposées par la monnaie unique, ajustements qui allaient au-delà du simple respect du déficit public, explique le creusement de cet écart. La convergence aurait demandé que les Italiens se comportent de plus en plus comme des Allemands et que les Allemands prennent des habitudes italiennes. Rien de tel ne s'est produit, du moins rien de fondamental.

Les trajectoires différentes des économies nationales se sont aussi manifestées dans les soldes TARGET des banques centrales de la zone euro auprès de la Banque centrale européenne (BCE). En effet, tous les paiements au sein de la zone euro, qu'ils soient engendrés par des opérations commerciales ou des opérations financières, passent par les comptes des banques centrales nationales auprès de la BCE. Un solde quotidien positif apparaît si une banque centrale nationale reçoit plus de paiements qu'elle n'en déclenche. Même si l'on tient compte du fait que ces soldes sont aussi sous l'influence des opérations d'achat de titres de la BCE menées dans le cadre de sa stratégie de *quantitative easing*, on peut observer que le compte TARGET de la Bundesbank est largement positif alors que celui de la Banque d'Italie est largement négatif. Au 31 décembre 2018, le surplus de la Bundesbank était de 966 milliards d'euro alors que le compte de la Banque d'Italie présentait un solde négatif de 482 milliards

---

<sup>1</sup> OCDE data, *GDP per hour worked*.

d'euros. Même si l'on suppose que le solde TARGET de la BCE elle-même, qui reflète ses opérations de politique monétaire, a gonflé artificiellement le solde de la Bundesbank, ce gonflement pourrait se monter au plus à 246 milliards d'euro, ce qui n'abaisserait le surplus allemand que de 25 %.

Lorsque l'on étudie l'évolution des comptes TARGET de ces deux pays, on s'aperçoit que les soldes positifs et négatifs ont explosé en 2011-2012 et ont recommencé de croître depuis 2015 pour se stabiliser dès 2018. Il faut y voir l'influence prépondérante des flux financiers sur les flux commerciaux. Ceci nous donne un nouvel indice en ce qui concerne la convergence : au sein de la zone euro, la convergence n'est pas seulement une question de compétitivité relative, c'est aussi une question de convergence, ou plutôt d'homogénéisation, des risques financiers.

Mais que représente le solde créditeur d'un compte TARGET ? C'est un crédit en blanc, non rémunéré, d'une banque centrale à l'égard du système. En fait, c'est un solde comparable à celui d'un compte de clearing. Ce qui est impressionnant dans le cas allemand, c'est que cette créance représente maintenant le 25 % du PIB de ce pays. Certains<sup>2</sup> estiment qu'il s'agit d'un risque considérable en cas de dissolution – fort improbable – de l'union monétaire. Je préfère y voir une allocation sous-optimale de ressources car un solde positif n'est pas mobilisable et n'offre pas de rendement. Il est intéressant aussi de noter que les crédits accordés au travers de TARGET sont automatiques, donc qu'ils couvrent sans limite les besoins de financement des déficitaires. Cela me fait penser à l'expression de Jacques Rueff parlant de « déficits sans pleurs » à propos des déficits américains des années 1960 compensés par des accumulations de dollars dans les réserves des banques centrales excédentaires. Nous sommes avec TARGET dans le même cas de figure.

La seule contrainte à l'ajustement imposée par la mécanique de la zone euro est celle de la perte progressive de compétitivité, soit la dégradation des conditions relatives d'emploi des pays membres incapables de suivre l'évolution des fondamentaux de la zone dans son ensemble. Mais cette pression est allégée par le fait que les signaux d'alarme monétaires traditionnels – les déficits de paiements extérieurs – sont débranchés en raison du mécanisme automatique de crédit existant dans TARGET. En effet, lorsque les monnaies nationales existaient encore, de tels déséquilibres extérieurs auraient contraints rapidement les pays membres à prendre des contre-mesures, voire à accepter des change-

---

<sup>2</sup> Hans-Werner Sinn, *Die Target-Falle, Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser Verlag, 6. Auflage 2017.

ments de parité. L'euro n'a-t-il pas été un oreiller de paresse en allégeant les pressions à l'ajustement alors que plus de convergence serait nécessaire ?

### **La convergence dans un système traditionnel de taux de changes fixes**

On peut s'interroger de savoir quelle était la nature des contraintes dans un système de taux de change fixes comme on le connaissait avant le flottement généralisé des monnaies en 1971. Ce qu'il est intéressant de souligner ici, est que les mécanismes de change fixes définissaient des règles de comportement forçant la convergence des conditions monétaires des pays participants, mais ne pouvaient empêcher les divergences fondamentales (réelles) des économies en présence.

La convergence des conditions monétaires était assurée par les règles d'intervention sur le marché des changes. La banque centrale du pays faisant face à un excédent des paiements entrants, comme la Bundesbank dans nos exemples précédents, devait intervenir sur le marché pour stabiliser le cours de sa monnaie et créer ainsi de la monnaie nationale. En cas d'application stricte des règles des changes fixes, le pays excédentaire était contraint par ses interventions de relâcher sa politique monétaire intérieure, ce qui provoquait une baisse de ses taux d'intérêt et stimulait sa demande globale. Il en résultait automatiquement une augmentation de ses importations et une sortie de ses capitaux, ce qui devait progressivement corriger son déséquilibre extérieur. La mécanique des taux de change fixes, strictement appliquée, forçait ainsi excédentaires et déficitaires à des ajustements monétaires devant assurer la stabilité des parités.

Bien sûr, nous le savons, il existait sous les changes fixes, de nombreuses manières d'adoucir les pressions à l'ajustement. Mais aucune d'entre elles, si l'on écarte le cas particulier des États-Unis, n'allait aussi loin que le financement gratuit et illimité des déficits – les déficits sans pleurs – comme on le constate dans TARGET.

Enfin, en cas de déséquilibre fondamental majeur entre pays liés par des changes fixes, la voie des ajustements automatiquement induits n'était pas suffisante ; les déséquilibres extérieurs devenaient chroniques, si bien que seuls des ajustements de parités pouvaient calmer les marchés.

### **Convergence et solidarité : l'expérience des systèmes monétaires intégrés**

Est-ce qu'une réponse au défi de la convergence pourrait nous être donnée par l'analyse du fonctionnement de systèmes monétaires intégrés fonctionnant, apparemment, sans heurts ?

Prenons le cas d'un pays fédéral disposant d'une seule monnaie : la Suisse. Comment les déséquilibres internes de paiement sont-ils soldés ? Imaginons la Suisse partagée en deux zones, les fourmis zurichoises et les cigales genevoises. Comment se règle l'excédent des recettes des uns par rapport aux autres ? Les Genevois et les Zurichoises vont opérer par leurs banques respectives qui, toutes, disposent d'un compte à la Banque nationale suisse (BNS). Au terme d'une période, l'excédent des paiements des cigales poussera les comptes de leurs banques à la BNS dans le rouge. Les banques des cigales auront alors le choix entre deux solutions : demander un crédit à la banque centrale ou rechercher la liquidité auprès des banques zurichoises qui, elles, sont excédentaires. Comme le marché financier suisse est totalement homogène et intégré, c'est la seconde voie, moins onéreuse, qui sera choisie. Les besoins de financement des cigales seront ainsi financés par les excédents des fourmis au travers du marché. Cela ressemble au mécanisme de crédit contenu dans TARGET à deux détails près : les crédits consentis par les fourmis ne sont ni automatiques ni gratuits.

En matière de paiements, si les mécanismes interbancaires sont bien huilés, les déficits des uns sont donc aisément financés par les excédents des autres, sans que la banque centrale ait besoin de faire d'appoint. Mais ceci ne veut pas dire que les déséquilibres ne sont pas sans conséquences d'un point de vue réel ou structurel. Si les Zurichoises restent des fourmis et les Genevoises des cigales, peu à peu les fourmis contrôleront le terrain des cigales. Un problème politique, touchant à la cohésion nationale, apparaît qui peut faire l'objet de discussions. Dans un pays politiquement intégré, on parlera alors de la solidarité nécessaire entre les zones riches, excédentaires, et les zones pauvres, déficitaires. En Suisse ce mécanisme prend la forme d'une péréquation financière intercantonale. Elle se monte actuellement à 5.2 milliards de francs, soit 0.9 % du PIB ou 7 % des recettes publiques totales.

## **Pour un meilleur fonctionnement de la zone euro : moins de divergence, plus de solidarité**

Depuis sa création en 1999, la zone euro a fait preuve de résilience. Elle est passée au travers de la crise financière de 2008 avec quelques soubresauts, mais elle est toujours là et la population y tient, même dans les pays actuellement les plus eurosceptiques.

Ce remarquable succès ne doit pas cacher que le système est perfectible. Ses règles de fonctionnement n'incitent pas suffisamment les pays membres à faire les efforts de convergence nécessaires à sa cohésion et la solidarité communautaire laisse à désirer.

J'identifie quatre directions dans lesquelles des progrès pourraient être accomplis :

1. *Prioritairement : Mieux intégrer les systèmes financiers nationaux*  
Contrairement au marché intérieur unique pour les biens et services, le marché financier européen connaît encore des cloisonnements nationaux. La perception du risque financier n'est pas la même à Rome, à Paris ou à Francfort. Les efforts déjà entrepris pour créer une solide union bancaire doivent être résolument poursuivis. Une fluidité parfaite des paiements ne pourra être atteinte que par un alignement des risques des systèmes bancaires nationaux, ce qui ne peut passer que par une solidarité communautaire accrue face aux risques de défauts bancaires. Une fois cette intégration effectuée, les déséquilibres de paiements seront plus aisément réglés directement par le marché au lieu de passer par les soldes des comptes TARGET.
2. *Pénaliser les déséquilibres des comptes bancaires dans TARGET*  
Lorsqu'ils reflètent le solde des paiements extérieurs d'un pays, les soldes TARGET des banques centrales ne sont que l'addition des positions individuelles des banques participant au système RTGS<sup>3</sup> de paiements. Il n'y a pas de pression sur les banques déficitaires en manque de liquidités ou sur celles en surplus de liquidités pour se tourner vers le marché. Des incitations à régler ces soldes devraient être introduites. Pourquoi ne pas frapper un solde TARGET négatif d'un taux d'intérêt pénalisant et un solde positif d'une commission ? L'incitation serait alors au déficitaire de trouver sa couverture de financement sur le marché

---

<sup>3</sup> RTGS : Real Time Gross Settlements.

plutôt qu'à la banque centrale et à l'excédentaire d'y replacer son surplus.

3. *Forcer la conversion des soldes TARGET des banques centrales*

Une autre piste serait d'imaginer qu'à partir d'un certain niveau, les soldes des comptes TARGET des banques centrales excédentaires seraient compensés par une émission d'obligations des banques centrales déficitaires, obligations qui seraient acquises par les banques centrales présentant des soldes excédentaires. Les créances TARGET seraient ainsi rémunérées et mobilisables. On pourrait même imaginer que l'endettement au titre de TARGET soit intégré à la dette publique des pays déficitaires, ce qui renforcerait leur endettement et les mettrait sous la pression des critères de Maastricht.

4. *Renforcer la solidarité financière entre les pays membres*

Mieux intégrer les systèmes financiers et provoquer un abaissement des soldes de TARGET ne font que régler des questions à court terme d'équilibre des paiements, ces mesures n'affectent que de très loin les réalités fondamentales ou structurelles. Il faut des mesures plus profondes pour que les cigales se comportent un peu plus comme des fourmis et inversement. Il faut des mesures dans des domaines touchant au cadre de fonctionnement des économies concernées comme les infrastructures et l'éducation. C'est dans ces domaines qu'une solidarité effective entre zones riches et pauvres doit se mettre en place. En Suisse, les cantons campagnards ne disposeraient pas d'une qualité d'éducation et d'infrastructure comparable à celle des cantons industriels sans le soutien de la péréquation financière intercantonale. Dans la zone euro, un pas supplémentaire en faveur de la solidarité financière me paraît indispensable à assurer sur la durée un fonctionnement plus équilibré du système monétaire. Ceci est évidemment une décision hautement politique.

En fin de compte, nous en revenons aux origines de l'union monétaire, c'est-à-dire au plan initial qui voulait que l'intégration monétaire soit accompagnée d'une intégration politique. Nous savons que la première a été accomplie avec un beau succès technique. Mais nous savons aussi que la seconde est demeurée lettre morte. Il aurait été théoriquement préférable de tout mener de front, mais ce ne fut pas possible. Il reste toutefois que la vision stratégique du début des années 1990 était correcte : une union monétaire solide et durable doit s'accompagner d'une union politique. Seule une intégration politique permet l'existence d'une

véritable solidarité financière et la création de conditions favorables à la convergence économique, sur le long terme, des pays membres.

Un bon fonctionnement de la zone euro ne peut être garanti par la seule contrainte d'une bonne gestion des finances publiques stipulée par le Traité de Maastricht et par des politiques économiques coordonnées par consensus multilatéral. L'expérience passée montre que cette approche est sujette à des compromis politiques qui la rendent inefficace. Seule l'imposition de règles techniques, contraignantes, comme on pouvait les connaître dans les régimes de changes fixes, peut avoir une certaine efficacité, notamment à l'égard des grands pays. Le paradoxe est, aujourd'hui, que les règles de fonctionnement de la zone euro, dans laquelle des changements de parités sont forcément exclus, sont moins contraignantes que ne l'étaient les règles de fonctionnement du régime antérieur de Bretton-Woods.

## Deepening of the Economic and Monetary Union – Taking stock of the Euro@20

Maya Jollès and José Leandro<sup>1</sup>

*The euro celebrates its twentieth anniversary in 2019. Since its launch, the euro has become the second most used currency in the world and the ECB has maintained remarkable price stability. But however, the crisis has hit the euro area particularly hard and has revealed the weaknesses of the initial set up of the Economic and Monetary Union (EMU). The crisis has triggered subsequent changes in the architecture of the Monetary Union. However, some challenges remain that necessitate a further deepening of the EMU. The Banking Union, which was a substantial addition in the second EMU decade, is incomplete. Next to that, the EU capital markets are still fragmented and there is no central stabilisation function. Moreover, the euro area has scope for improving its economic resilience, notably through structural policies. Hence, the European Commission put forward in May 2017 a reflection paper, which was followed by a series of concrete policy proposals to address the aforementioned challenges. Achieving a common EMU approach will be essential for Member States in order to foster a sustainable and prosperous EMU in the long term.*

### 1. Introduction

Twenty years have passed since the inception of the Economic and Monetary Union (EMU). In January 1999, the EMU Member States irrevocably pegged their exchange rates.

---

<sup>1</sup> Respectively economist (Macroeconomy of the euro area and EMU deepening unit) and Director for Policy, Strategy and Communication at the Directorate General for Economic and Financial Affairs of the European Commission. The authors are writing in their personal capacity and their opinions should not be attributed to the European Commission. This article is a proceeding from a presentation by José Leandro at a conference organised by the “Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes” on 8 March 2019. It reflects the proposals of the European Commission until March 2019. The paper draws from a VoxEU column on 19 February 2019 by Marco Buti, Maya Jollès, and Matteo Salto “The euro – a tale of 20 years: The priorities going forward” <https://voxeu.org/article/euro-tale-20-years-priorities-going-forward>

The seeds were planted more than 30 years ago. The then President of the European Commission, Jacques Delors, released a report in 1988<sup>2</sup>, which was endorsed by the Heads of States during a European Council meeting in Madrid in June 1989. The Delors report set the EU on the path towards an Economic and Monetary Union. It was partly based on the Werner report<sup>3</sup> from 1970 and was followed in 1990 by an in-depth study “One Money, One market”<sup>4</sup> on the costs and benefits of a common currency. The Maastricht Treaty that was signed in 1991 foresaw the beginning of the Economic and Monetary Union in January 1999.

Since its launch, the euro has become the second most used currency in the world<sup>5</sup>. The euro represents around 20 % of international reserves of foreign central banks. More than 20 % of debt issuance on international markets are denominated in euros. The euro has also become a widely accepted currency for international payments. About 36 % of the value of international transactions were invoiced or settled in euros in 2017, compared to about 40 % for the US dollar. About 60 countries in the world use or link their currency to the euro. The euro’s influence is large but could be even larger. In December 2018, the European Commission released a communication<sup>6</sup> on giving the euro a stronger international role.

Behind all these metrics, an economic governance framework, i.e. a set of rules and institutions, supports the functioning of the European currency. Economic governance has been considerably modified during the economic and financial crisis. Twenty years are both a long and a short time span. In twenty years, the euro’s history has been rich in events. It is a short one in the sense that building a currency from scratch is necessarily a very long process; two decades are only a beginning. The twentieth anniversary offers an opportunity to take stock of what has been achieved, what shortcomings have been uncovered and how the

---

<sup>2</sup> Committee for the Study of Economic and Monetary Union, *Report on Economic and Monetary Union in the European Community (The Delors Report)*, Luxembourg 1989, Office for Official Publications of the European Communities.

<sup>3</sup> Pierre Werner, *Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union In the Community*, Luxembourg, 8 October 1970

<sup>4</sup> Commission of the European Communities, *One Market, One Money, An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, European Economy No. 44, Directorate-General for Economic Financial Affairs, October 1990

<sup>5</sup> European Commission, *Towards a stronger international role of the euro*, COM(2018) 796, 2018 and European Central Bank: *The international role of the euro*, June 2018, 2018

<sup>6</sup> *ibid.*

weaknesses have started to be fixed. It is also an occasion to explain why the changes that have occurred need to be complemented by further reforms.

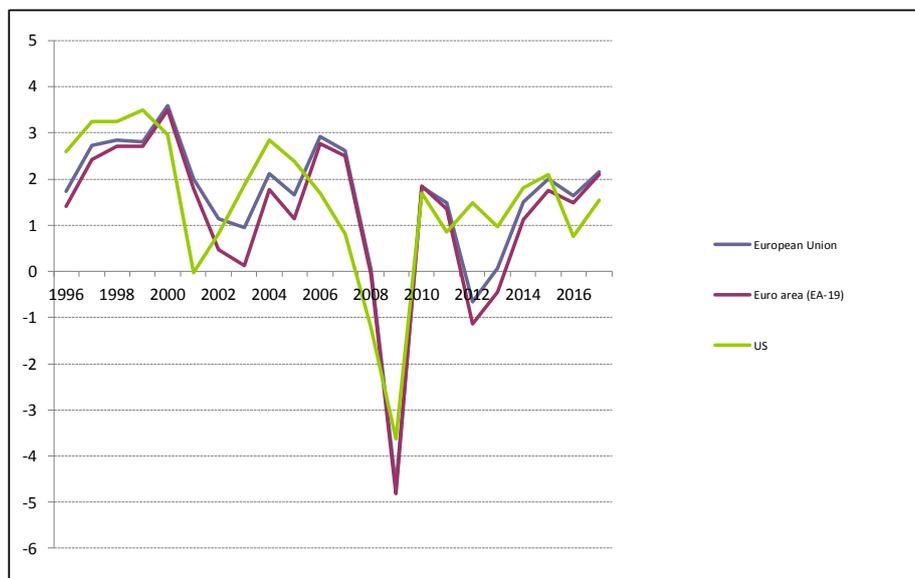
## **2. Has the euro delivered?**

The original objectives of the euro were both economic and political. Several immediate effects were expected such as lower transaction costs and more transparent and integrated markets. This first section provides a snapshot on how the euro area has fared over twenty years in terms of standards of living, price stability and fiscal discipline.

### ***2.1 Prosperity***

The euro was initially a promise of prosperity. Standards of living in the euro area have indeed improved over time since the inception of the Economic and Monetary Union to reach 73% of the US GDP per capita level in 2017. The GDP per capita growth rates in the European Union (EU), the euro area and the US have been broadly at par (Figure 1). The growth rate in GDP per capita of euro area Member States has in fact been slightly higher than the US in recent years (2% versus 1.5 % in 2016-2017).

**Figure 1: GDP per capita growth**



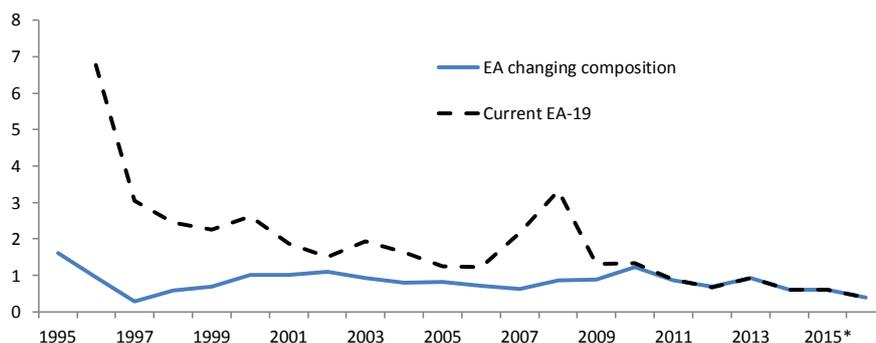
Source: Ameco

## **2.2 Price stability**

From a price stability point of view, the European Central Bank enjoyed strong credibility from day one. The dispersion of inflation rates diminished continuously from the start of EMU and remained very low, as shown in Figure 2. The European Central Bank has had as its primary objective to maintain price stability, as established in the Treaty on the Functioning of the European Union (Article 127). The precise threshold of below 2% was set in 1998<sup>7</sup> and clarified further as “below, but close to, 2% over the medium term” in 2003. It is worth noting that in the years that have preceded the twentieth anniversary, the ECB has rather under-shot its price stability objective. Since 2013, the year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices has been consistently below, even much lower at times, than 2 %.

<sup>7</sup> The ECB's Governing Council adopted a quantitative definition of price stability in 1998: "Price stability is defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%."

**Figure 2: Dispersion of inflation in the euro area/EA (Harmonised consumer price index)**



Note: The dashed line that represents the dispersion of inflation for the aggregate of 19 euro area countries peaked in the year 2008, which was explained by soaring inflation rates in Baltic countries (Estonia, Latvia and Lithuania). In 2008, those countries had not joined the euro area yet. When they joined later, they complied with the price stability criterion.

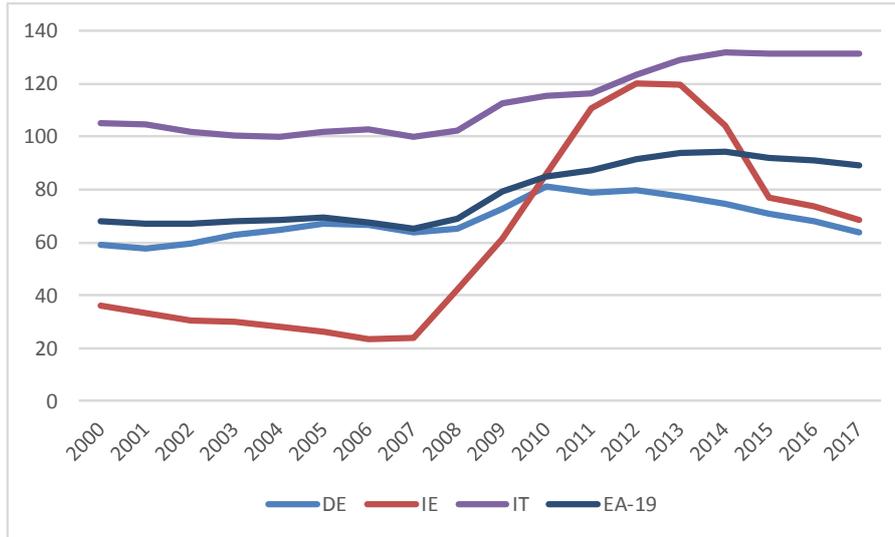
Source: Ameco

### **2.3 Fiscal discipline**

From the onset, the EMU construct has been inherently unbalanced: monetary policy was by definition centralised while fiscal policy was decentralised. The pursuit to become members of the euro 'club' pushed Member States to fulfil the convergence criteria, resulting in a nominal convergence process. Member States had to adapt national laws and meet specific thresholds to join the EMU. The economic criteria relating to sound and sustainable public finances (government deficit no higher than 3 % of GDP and government debt below 60%) complemented the price stability, exchange rate stability and long term exchange rates criteria. Once the countries had joined the currency Union, the Stability and Growth Pact was designed to avoid a reversal in fiscal discipline and keep public finances under check.

However, weak market pressure, policy complacency and the impact from the global economic and financial crisis are key reasons why the nominal conver-

gence process has not been persistent over time. As illustrated in Figure 3 with a sample of three countries and a euro area aggregate, the divergence increased through the crisis and the euro area debt to GDP ratio increased above the 60% of GDP threshold.



**Figure 3: Government debt to GDP ratio**

Source: Ameco

Nonetheless, the divergences in fiscal policies should not be interpreted as the source of the euro area crisis. As developed in the following section, the crisis of the euro area was not – apart from the case of Greece – primarily a fiscal crisis.

### 3. The Euro debt crisis: causes and consequences

#### 3.1 *Unsustainable cross-border capital flows and imbalances*

The crisis was triggered by a sudden stop in capital flows. As cross-border capital flows stopped suddenly, bond yields soared and bank solvency became a major concern in several Member States.

Ahead of the financial crisis, capital had flown from the more developed euro area Member States with higher income per capita towards euro area Member States with lower income per capita<sup>8</sup>. Up until 2003, the external imbalances that were generated seemed to promote upward convergence across the euro area Member States. However, in 2003-2007, the magnitude of the current account imbalances started to grow excessively (see Figure 4), and the corresponding cross-border capital inflows were skewed towards the non-tradable sectors such as construction rather than the productive tradable sectors<sup>9</sup>.

The combination of high debt, high fiscal and current account deficits as well as unproductive investments was sanctioned by markets. Lenders had started to request ever-higher interest rates, which made budget and deficit financing even more problematic for the countries in difficulty. Such strong reversals were, as predicted<sup>10</sup>, accompanied by strong recessions, decreases in domestic asset prices and financial distress. The euro area saw the emergence of flight-to-safety dynamics with respect to the rest of the world<sup>11</sup>. Available resources shrank for both the public and private sectors. The crisis was not primarily fiscal. But the lack of fiscal space pushed countries into pro-cyclical fiscal stances that aggravated the impact of the crisis. From early 2010 until the end of 2012, five countries had to enter into financial assistance programmes.

Since then, the rebalancing has been asymmetric between the debtor and creditor countries (Figure 4) and needs to continue. There is still scope for progress-

---

<sup>8</sup> See Olivier Blanchard and Francesco Giavazzi, "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein–Horioka Puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 2, 2002, pp. 147–86; Alan Ahearne, Birgit Schmitz, and Jürgen von Hagen, "Current Account Imbalances in the Euro Area", *CASE Network Studies and Analyses 0345*, CASE-Center for Social and Economic Research, 2007

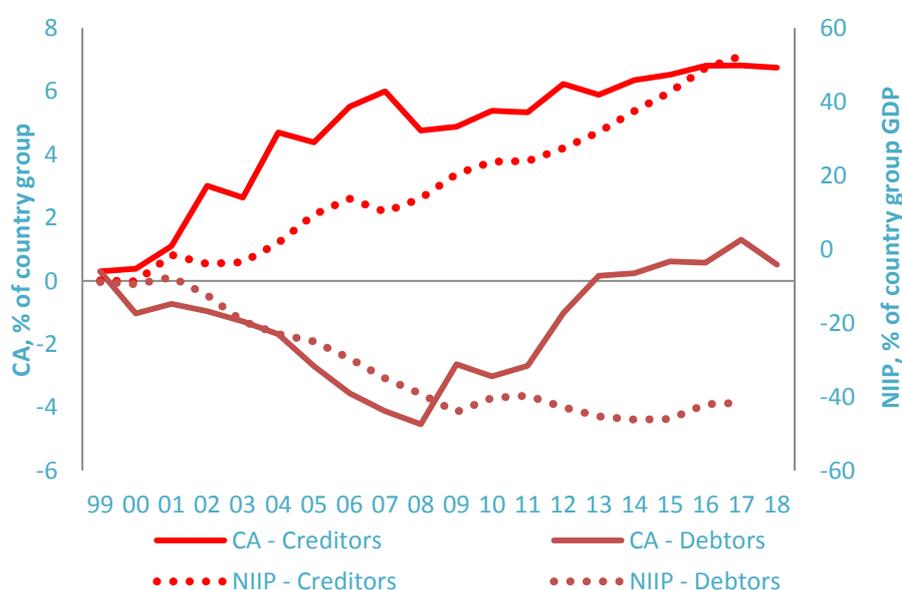
<sup>9</sup> See Barry Eichengreen, "Should the Maastricht Treaty be saved?", *Princeton Studies in International Economics*, No. 74, 1992; Gabriel Fagan and Vitor Gaspar, "Macroeconomic adjustment to monetary union", *Working Paper Series European Central Bank*, 1048, 2009; Francesco Giavazzi and Luigi Spaventa, "Why the Current Account Matters in a Monetary Union", *The Euro Area and The Financial Crisis*, Cambridge University Press, 2011, pp. 59-80; Marco Buti and Alessandro Turrini, "Slow but steady? External adjustment within the Eurozone starts working", *VoxEU*, 12 November 2012

<sup>10</sup> See Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", *Brookings papers on economic activity*, 2005(1), pp. 67-146; Enrique Mendoza, "Sudden stops, financial crises and leverage" *American Economic Review*, 2010, 100(5): 1941–66; Philip Lane, "Capital Flows in the Euro Area", *European Commission Economic Paper*, 2013

<sup>11</sup> See Daniel Monteiro and Bořek Vašíček, "A retrospective look at sovereign bond dynamics in the euro area", *Quarterly Report of the Euro Area*, Volume 17 N. 4, 2018, pp. 7-26

ing further with the adjustment of large surpluses in net-creditor countries. Debtor countries have reduced their current account deficits while the current account surplus of creditor countries has continued to increase over time. More specifically, Germany and the Netherlands still witness surpluses largely beyond what economic fundamentals (e.g. relative per-capita income) can explain<sup>12</sup>. This drives the overall euro area current account surplus, which also reaches levels above economic fundamentals.

**Figure 4: Increasing imbalances: Current account (CA) and Net international Investment position (NIIP)**



Note 1: Creditors include Austria, Belgium, Finland, Germany, Luxembourg and the Netherlands. Debtors include Cyprus, Estonia, Greece, France, Ireland, Italy, Latvia, Lithuania, Malta, Portugal, Slovakia, Slovenia, and Spain. Centre and periphery Eurozone countries grouped according to their external position. Updated from Buti and Turrini (2012)<sup>13</sup>.

Note 2: The Current account provides information about the transactions of a country with the rest of the world. It covers all transactions (other than those in financial items) in

<sup>12</sup> European Commission, "Alert Mechanism Report 2019", SWD (466), 2018

<sup>13</sup> M. Buti and A. Turrini, Slow but steady? Achievements and shortcomings of competitive disinflation within the euro area, *ECFIN economic brief*, Issue 16 | November 2012

goods, services, primary income, and secondary income, which occur between resident and non-resident units. The net international investment position (NIIP) provides an aggregate view of the net financial position (assets minus liabilities) of a country vis-à-vis the rest of the world.

Source: Commission calculations based on Eurostat

### **3.2 Accommodative monetary policy**

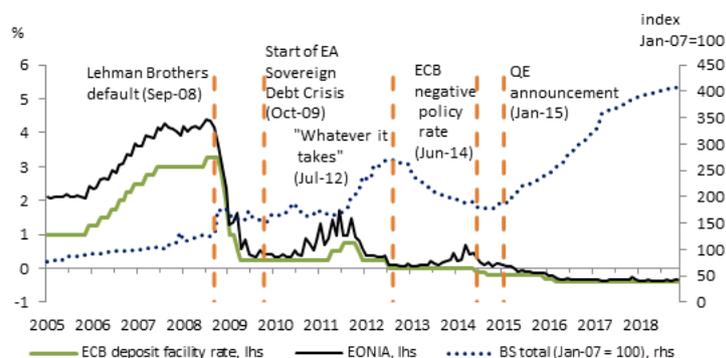
After some hesitation, monetary policy turned highly accommodative after the onset of the crisis. The ECB lowered its interest rates considerably. As shown in Figure 5, the euro area deposit facility rate (which banks may use to make overnight deposits with the Eurosystem) went from 3.25 % in October 2008 to 0.25 % by April 2009. At the same time inflation stayed well below 2%, i.e. at 0.3 % in 2009.

As cross-border capital flows stopped suddenly, the ECB provided banks in debtor countries with ample liquidity. Lane (2012)<sup>14</sup> has shown that in comparison to the period that preceded the economic and financial crisis, the liquidity flows grew from almost zero up to 54 % of GDP for Ireland, 22 % for Greece and 17 % for Portugal in 2010. The author considers that the ECB liquidity flows to euro area banks provided considerable stabilising impact comparatively to countries with independent currencies and/or with foreign-currency liabilities.

The July 2012 declaration by ECB President Draghi that “within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”, followed by an Outright Monetary Transaction (OMT) program in September 2012 stabilised the markets by offering conditional support through purchases (“outright transactions”) in secondary sovereign bond markets.

---

<sup>14</sup> Philip Lane, “Financial Globalisation and the Crisis” Paper prepared for the 11th BIS annual conference on the future of financial globalization, Lucerne, 21–22 June 2012



**Figure 5: ECB policy and euro overnight rates, Eurosystem Balance Sheet size**

Source: Macrobond, ECB

President Draghi's announcement had followed by a month the decision by the euro area summit in June 2012 to set up a Banking Union. This is arguably the single most important decision taken during the crisis.

### **3.3 Financial integration and crisis amplification**

The accumulation of macro-economic imbalances took place during a period of increased financial integration without accompanying reforms necessary to preserve financial stability. The first decade of EMU saw the European financial system being liberalised in the context of the build-up of a European single market. This led to a marked acceleration of cross-border<sup>15</sup> financial trade and the transnational expansion of national banking systems<sup>16</sup>, facilitating high-risk lending during years that preceded the crisis.

However, despite the fact that EU capital flows were happening more and more across borders, financial supervision and regulation remained a national prerogative. It meant that the benefit of the integration of the single market could be internalised by firms at national level while the potential negative externalities of financial disruption were supposed to be borne in the EU as a whole. While the ECB had a contributory role in financial stability through monitoring and as-

<sup>15</sup> Philip Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti, "Europe and global imbalances", *Economic Policy* 22 (51), pp.519-573

<sup>16</sup> Philip Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis", *IMF Econ. Rev.* 66, 2018, pp. 189-222

sessing risks to financial stability, it did not have any policy power concerning macroprudential policy. Folkets-Landau and Garber (1991)<sup>17</sup> also anticipated that more liquid securitized financial markets were more likely to witness liquidity crises. Already in 1992, Eichengreen<sup>18</sup> had warned that “the decision at Maastricht to relieve the ECB of responsibility for prudential supervision may be a serious mistake”.

### **3.4 Banking crisis, government debt and risk-sharing**

The fiscal costs of the banking crises remained national<sup>19</sup>. The distressed euro area Member States saw their fiscal position deteriorate much more than the other euro area countries<sup>20</sup>.

In these circumstances, governments could either let the debt-ridden banks fail or rescue them with taxpayer money. The latter was chosen because of the potential systemic risks and social consequences. While the recapitalization of debt-ridden banks could be very effective, it could also increase not only public debt but also sovereign risks<sup>21</sup>. Banks were also holding substantial amounts of sovereign debt on their balance sheets, giving rise to a negative feedback loop between banks and sovereign.

The EMU cross-border channels did not provide sufficient risk-absorption capacity. The institutional architecture supporting currency unions typically includes cross-border shock-absorption mechanisms that materialise through so-called private risk-sharing channels such as financial flows in capital markets or public risk-sharing channels such as temporary fiscal channels. In the case of the euro area, Buti, Leandro and Nikolov (2016)<sup>22</sup> demonstrate that in comparison with the US, cross-border risk-sharing channels in the euro area are either not as developed (as is the case for private risk sharing channel) or not developed at all (public risk-sharing channel). They find that the decline in consumption is more marked in the euro area than in the US for a similar loss of output. They estimate

---

<sup>17</sup> David Folkerts-Landau and Peter Garber P, “The European Central Bank: A Bank or a Monetary Policy Rule”, *National Bureau of Economic Research*, Working paper 4016, 1991

<sup>18</sup> *op.cit.*

<sup>19</sup> For the various forms of fiscal costs of banking crises, see Patrick Honohan and Daniela Klingebiel, “The Fiscal Cost Implications of an Accommodating Approach to Banking Crises”, *Journal of Banking and Finance*, 2003, 27(8): 1539–60.

<sup>20</sup> *op.cit.*

<sup>21</sup> Viral Acharya, Itamar Drechsler, and Philipp Schnabl, “A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk”, *CEPR Discussion Paper*, N° 8679, 2010

<sup>22</sup> Marco Buti, José Leandro and Plamen Nikolov, “Smoothing economic shocks in the Eurozone: The untapped potential of the financial union”, *VoxEU*, 25 August 2016

that private shock absorption channels through cross-border capital and labour income channels amount to around 6% of the shock in the euro area, while in the US this channel represents over 40%. Indeed, financial integration has increased but not sufficiently for EU-wide investment and saving to provide adequate private risk sharing opportunities. The lack of alternative forms of financing, such as equity, aggravated the impact of the banking crisis on the real economy when the bank-lending channel became obstructed. In addition, a mechanism of fiscal stabilisation (public risk-sharing) in case of asymmetric shock has been inexistent so far in the EMU architecture. The Maastricht Treaty never envisioned that EMU would include such a scheme<sup>23</sup>.

#### **4. Reforms during the crisis**

In the face of severe macroeconomic, financial and fiscal imbalances observed during the crisis, Member States had to institute considerable changes to the EMU architecture. The Economic and Monetary Union had been conceived in part to avoid instability stemming from monetary policy. Paradoxically, the monetary risks were replaced by sovereign and financial risks that fed each other.

##### **4.1 Crisis resolution**

The immediate response was to provide urgently crisis-resolution mechanisms. There was no backstop for countries not able any more to tap into markets.

The European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM), backed by all EU members, was established in 2010. It could raise up to €60 billion. It consisted in an emergency funding programme financed on financial markets and guaranteed by the European Commission using the EU budget as collateral.

Member States provided bilateral financial assistance to Greece and founded the European Financial Stability Facility (EFSF) in 2010. The EFSF was a temporary crisis solution that provided assistance through the issuance of EFSF bonds and other debt instruments on capital markets.

Then came the European Stability Mechanism (ESM), which was set up in 2012 as a permanent tool, superseding the other crisis resolution instruments that would progressively close down. The ESM's main purpose has been to provide stability support through a number of conditional financial assistance instruments such as loans to countries or intervention in primary and secondary bond markets. It serves ESM Member States, under strict conditions, which are experienc-

---

<sup>23</sup> Markus Brunnermeier, Harold James and Jean-Pierre Landau, *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton, Princeton University Press, 2016, p.103

ing, or are threatened by severe financing problems. Together, the EFSF and the ESM could make available €700 billion.

#### **4.2 Financial Union: Banking Union and Capital Markets Union**

Among the different EMU reforms, the one to single out is definitely the Banking Union. It was initiated in June 2012 with the main goal to operate the same rules in the banking sector under centralised supervision in the EU. The Banking Union shifted the euro area crisis from an existential crisis to a more “traditional” type of crisis. As a result, the situation of the banking sector was significantly improved and banks in the EU became much more resilient to risks and less prone to propagating risks<sup>24</sup>.

The three pillars of the Banking Union are supposed to offer supervision, resolution and a European Deposit Insurance Scheme. A single rulebook supports these three pillars in order to harmonise the fragmented regulatory framework. The first pillar, the Single Supervisory Mechanism (SSM), supervising the most significant banks in the euro area, is operational since 2014. The second pillar offers a central resolution regime for failing banks through the Single Resolution Mechanism (SRM). The SRM relies on a Single Resolution Fund (SRF), financed by contributions from the banking sector. Such a fund generates increased confidence in the banking sector as the credibility of the backstop can also deter bank runs and capital flights<sup>25</sup>. In order to cope with larger financial shocks, euro area Member States have started to discuss a backstop to the Single Resolution Fund<sup>26</sup>, provided by the European Stability Mechanism. Euro area Member States agreed on the terms of reference of the backstop but still need to agree on the operationalisation. Such a backstop would offer a last-resort solution that would shield taxpayers from financing bank resolutions. The third pillar, a European deposit insurance scheme (EDIS) would allow all depositors in the euro area to benefit from the same degree of protection. It has not yet been adopted by the European Parliament and the Council. A roadmap for beginning political negotiations on EDIS is just starting to be developed.

---

<sup>24</sup> Sabine Lautenschläger, “Guardians of stability – Central Banks, supervisors and the quest for financial stability”, Speech at the Central Bank of Malta, Valletta, 12 October 2018

<sup>25</sup> Rishi Goyal, Petya Koeva Brooks, Mahmood Pradhan, Thierry tressel, Giovanni Dell’ariccia, Ross Leckow and Ceyla Pazarbasioglu, “Banking Union for the Euro Area”, *IMF Staff Discussion Note*, 13 February, SDN/13/01, IMF: Washington, 2013

<sup>26</sup> The creation of a backstop for the Single Resolution Fund was already agreed by Member States in 2013, as a complement to the political agreement on the Single Resolution Mechanism Regulation.

The shock absorption capacity of the euro area can be improved through the better integration and better functioning of the EU financial markets at large. The Capital Markets Union (CMU) can offer alternative sources of financing outside the banking channels and thus reduce the vulnerability of euro area Member States to macro-economic shocks<sup>27</sup>.

Eventually, financial integration in the euro area is essential not only for the financial sector itself but also for the conduct of monetary policy.

#### **4.3 Fiscal and economic policy**

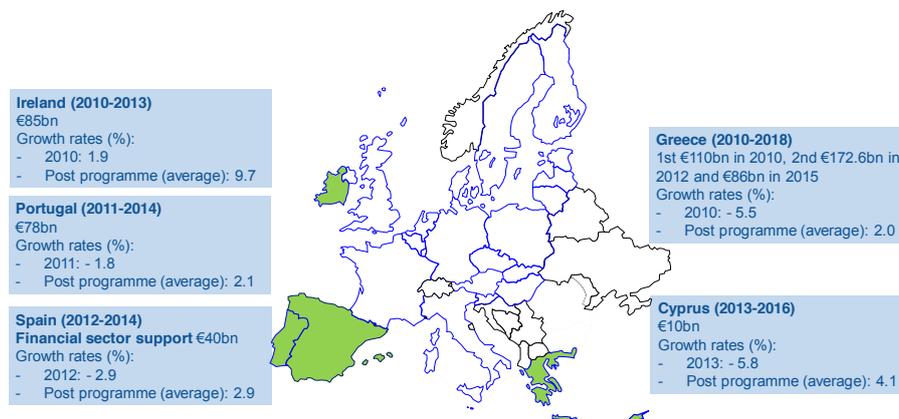
In reaction to the imbalances observed during the crisis, the European Commission decided to identify, prevent and address the emergence of potentially harmful macroeconomic imbalances in Member States, in the euro area, or in the EU as a whole. For this purpose, the European Commission designed a tool called the “Macroeconomic Imbalance Procedure” to reinforce economic stability that entered into force at the end of 2011. Economic surveillance was broadened and reinforced with the “Six-pack” (that includes the Macroeconomic Imbalance Procedure) and “Two-pack” legislations reforming the Stability and Growth Pact.

#### **4.4 Financial assistance in the Euro area**

In order to preserve financial stability, five euro area countries experiencing or threatened by financing difficulties accessed financial assistance mechanisms during the economic and financial crisis: Cyprus, Greece, Ireland, Portugal and Spain. The reforms undertaken in these countries were considerable. They were able to restore normal market access and grow again. Figure 6 provides a snapshot of the length and impact on growth of financial assistance. For instance, Cyprus went from – 5.8% of GDP growth in the first year of its program in 2013 to 4.1% on average since the programme ended in 2016. The programmes also had a strong impact on improving current account imbalances, in reducing long-term interest rates and in reducing public deficits. The unemployment rates continuously decreased in all programme countries since the end of the program but in many of these countries, long-term youth unemployment has remained worryingly high. In January 2019, the latest youth unemployment figures still amounted to 39.1% in Greece, 33.0% in Italy and 32.6% in Spain (Eurostat).

---

<sup>27</sup> Eric Meyermans, Christopher Uregian, Geert Van Campenhout and Diego Valiante, “Completing the Capital Markets Union and its impact on economic resilience in the euro area”, *Quarterly Report of the Euro Area*, Volume 17 N. 4, 2018, pp 27-39



**Figure 6: Financial assistance in euro area countries**

Note: assessment as of January 2019, time-period of the assistance in parenthesis (e.g. the financial assistance program has lasted from 2010 to 2013 in Ireland). Growth rates data compare the GDP growth rate during the first year of the programme with the average GDP growth rate from when the year the programme is finished until 2018.

Source: Ameco

## 5. The proposals to reinforce the euro area in the long term

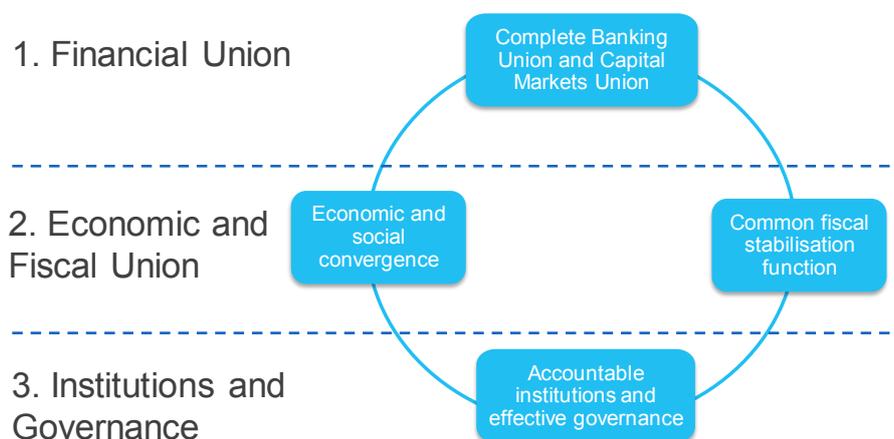
There is a strong case for deepening the EMU further in addition to the many reforms that were passed during the crisis. First, the incomplete Banking Union and the still fragmented capital markets in the EU prevent the euro area from reaping the full benefits of financial integration and from achieving better private risk sharing in case of shocks. Second, the bank-sovereign loop has not been fully addressed. The absence of a common safe asset leads to flight to safety and sudden stops in times of market stress. Third, the lack of a common fiscal stabilisation function leads to pro-cyclical policies and overburdens the ECB in case of large shocks. Fourth, economic and social divergences persist, as illustrated by the persisting high unemployment rates in some euro area countries.

This is why the European Commission has put forward a number of proposals, among which: a Reflection Paper on the deepening of EMU in May 2017<sup>28</sup>, a package of policy proposals in December 2017<sup>29</sup> and the proposals of euro area

<sup>28</sup> European Commission, "Reflection Paper on the Deepening of the Economic And Monetary Union", COM(2017) 291, 31 May 2017.

<sup>29</sup> European Commission, "Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council and the European Central Bank, "Further steps toward completing Europe's economic and monetary Union: a roadmap", COM/2017/0821 final, 6 December 2017

budgetary instruments as part of the 2021-2027 Multiannual Financial Framework in May 2018. The Reflection Paper on the Deepening of the EMU<sup>30</sup> frames all the proposals along three interconnected areas: the Financial Union, the Economic and Fiscal Union, and Democratic Accountability and Effective Governance (Figure 7).



**Figure 7: EMU deepening**

**Source: European Commission**

### **5.1 Financial markets**

The Banking Union remains unfinished and its incompleteness calls for urgent progress. EU Banking supervision and regulation have benefitted from an important overhaul. However, little progress has happened since the European Deposit Insurance Scheme was proposed in 2015. As indicated earlier, the European deposit insurance scheme has yet to be agreed and the backstop to the Single Resolution Fund is not yet fully in place.

The full potential of capital markets is still relatively untapped<sup>31</sup>. The Commission has adopted 13 proposals, 11 of which have led to political agreement with the

<sup>30</sup> *op.cit.*

<sup>31</sup> See "Capital Markets Union: progress on building a single market for capital for a strong Economic and Monetary Union", COM(2019) 136 final

European Parliament and the Council. Most of these proposals have not yet entered into force and therefore the impact is yet to materialise.

The creation of a safe asset for EMU, a new financial instrument for the common issuance of debt, could create a large, homogenous and liquid euro area bond market. As banks are still very exposed to their own national sovereign, a safe asset would offer a source of diversification on banks' balance sheets, and hence mitigate the sovereign-bank "doom loop". A European safe asset could mitigate the risks of "sudden stops" and reduce financial fragmentation. Moreover, it would increase the total supply of European and global safe assets and would also assert Europe's global financial clout. The US have a single safe asset while the euro area does not.

## **5.2. Fiscal and economic rules**

The current fiscal and economic rules have proven to be complex. In order to pave a way towards simpler rules, the Commission is currently conducting a comprehensive and holistic assessment of the fiscal and economic rules, including in depth reviews for each legislation.

The absence of fiscal stabilisation function is still an issue. The recent crisis has shown that if a central stabilisation function had existed during the last crisis, it could have compensated for pro-cyclical fiscal policies<sup>32</sup>. A euro area stabilisation function would be a useful complement to Member States' fiscal policy when monetary policy is constrained.

In May 2018, the European Commission came up with two Multiannual Financial Framework (2021-2027) proposals aiming at making the euro area stronger and more stable: a proposal of investment stabilisation function<sup>33</sup> and a reform support programme<sup>34</sup> aiming at increasing reform uptake. Member States soon after put forward a proposal of "budgetary instrument for convergence and competitiveness" aiming at bridging the various Member States positions towards common proposals. The European Parliament has not yet adopted its position. The budgetary tools imply a higher degree of institutional integration. The stabilisa-

---

<sup>32</sup> See Marco Buti, Maya Jollès and Matteo Salto, "The euro – a tale of 20 years: The priorities going forward", *VoxEU*, 19 February 2019

<sup>33</sup> European Commission, "Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a European Investment Stabilisation Function", COM(2018) 387, 31 May 2018

<sup>34</sup> European Commission, "Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of the Reform Support Programme", COM(2018) 391, 31 May 2018

tion function, especially, entails a higher degree of sharing of sovereignty. Any sharing of sovereignty leads to the issue of democratic legitimacy.

### **5.3 Institutions and governance**

The European Commission's EMU proposals favour solutions within the EU Treaties. Some of the solutions provided during the crisis had an inter-governmental dimension. The European Commission has proposed to integrate them in the community framework. Apart from the EFSM, the other instruments (the EFSF and then the ESM) are intergovernmental and fall outside the EU Treaty. It means that they are not under the scrutiny of the European Parliament. The European Commission has proposed to establish a European Monetary Fund<sup>35</sup> in place of the ESM. For the moment, Member States have favoured a reform of the ESM Treaty and not a transformation of the ESM into a European Monetary Fund.

## **6. Conclusion**

At the Euro summit on 14 December 2018, euro area Member States agreed on the following steps<sup>36</sup>:

- They endorsed “the terms of reference of the common backstop to the Single Resolution Fund (SRF), which set out how the backstop will be operationalised, and anticipated provided sufficient progress has been made in risk reduction, to be assessed in 2020.”
- They endorsed the term sheet on the European Stability Mechanism (ESM) reform and asked “the Eurogroup to prepare the necessary amendments to the ESM Treaty (including the common backstop to the SRF) by June 2019” on that basis.
- They called to advance work on the Banking Union and called “for ambitious progress on the Capital Markets Union and progress towards adoption of key pending legislative proposals by Spring 2019”, as outlined in the Eurogroup report to Leaders<sup>37</sup>.
- They mandated the Eurogroup to work on the design, modalities of implementation and timing of a budgetary instrument for convergence and

---

<sup>35</sup> European Commission, “Proposal for a Council regulation on the establishment of the European Monetary Fund”, COM(2017) 827, 6 December 2017

<sup>36</sup> Euro summit statement (503/18) on 14 December 2018

<sup>37</sup> Eurogroup report to Leaders on EMU Deepening on 4 December 2018

competitiveness in the context of the Multiannual Financial Framework (MFF). The features of the budgetary instrument will be agreed in June 2019.

Those are the very immediate deliverables paving the way towards the medium-term and long-term approaches underlined in the EMU Reflection Paper.

In the medium-term, financial markets are high on the agenda and the 2021-2027 EU budget will contain financial instruments specific to the euro area. Reforms in the banking sector and the capital markets are the areas that offer the highest potential, especially to increase the potential of shock absorption in the euro area. Whether Member States will agree on a euro area stabilisation function or not is still uncertain. This leaves at bay the potential of public risk-sharing solution in the euro area. Conversely, the progress in financial markets integration could increase the resilience of the euro area very effectively. This is why it deserves Member States' attention.

In the longer term, working towards a shared vision on the future of EMU will be essential for EMU to prosper. The schism between creditors and debtors already existed at the beginning of the EMU history. It has persisted over time while new Member States have joined the currency Union. The European Commission has made constructive proposals that are compatible with the various views. An increasingly polarized world is certainly a strong incentive for Member States to reach compromises and strengthen the euro area for the long term.



## **Stabiliser et rééquilibrer la Zone euro en tant que ciment de l'Union**

Clément Beaune

*L'euro a désormais un fort ancrage dans l'opinion. Les citoyens s'y sont habitués et ne sont plus prêts à soutenir l'idée d'une sortie de leur pays de la Zone euro. En revanche, la confiance mutuelle entre les pays membres s'est amoindrie, ce qui rend toute réforme plus difficile. Chacun tend à se focaliser trop sur les bénéfices ou les pertes à court terme liés à sa participation à l'euro. Au-delà des aspects budgétaires ou de finances publiques sur lesquels on se concentre, la grande question qui se pose aujourd'hui est celle des déséquilibres macroéconomiques. Le budget de la zone euro pourrait jouer à terme une fonction de stabilisation très utile, parallèlement à la fonction de convergence sur laquelle on insiste beaucoup actuellement. Un budget de la zone euro pourrait également avoir pour effet de contribuer à renforcer le statut international de l'euro.*

Peut-être d'abord, quelques mots politiques et historiques. Premièrement, quand on regarde la situation d'aujourd'hui, on remarque qu'on a un soutien de l'opinion publique dans les États membres de la Zone euro qui est très fort. Ce soutien est à un taux historiquement haut, c'est ce que montrent les dernières enquêtes d'opinion, plus fort que lors du lancement de l'euro (et, bien évidemment, plus fort que lors de la crise économique). Et paradoxalement, la crise de l'euro et la crise des dettes souveraines ont renforcé l'attachement à la monnaie unique, en montrant à la fois qu'elle pouvait être bousculée, mais qu'elle tenait bon. La monnaie unique est maintenant presque un élément d'identité du projet européen.

Les événements comme le Brexit ont aussi renforcé l'adhésion à l'euro, paradoxalement, comme un des éléments du ciment européen. Le Brexit a eu un effet sur tous les aspects d'adhésion à l'Union Européenne et sur l'appartenance à l'euro, qui se sont manifestés en réaction à la sortie d'un pays et au risque de contagion qui a alors pu être perçu.

Après ces deux crises, ces deux fracturations, il est ressorti quelque chose de l'ordre de l'adhésion et du ciment européen. Je dis parfois par provocation à certains de mes collègues : si on faisait deux référendums le même jour en

France, et probablement dans pas mal d'États de la Zone euro, sur l'appartenance à l'Union Européenne et l'appartenance à la Zone euro, on risquerait d'avoir une majorité de gens qui voteraient contre l'appartenance à l'Union Européenne, mais certainement une majorité de gens qui voteraient pour, ironiquement, la Zone euro ; j'en suis très convaincu. On l'a vu d'ailleurs, d'une certaine façon, dans l'exemple français (mais on pourrait en trouver d'autres) au moment de la campagne électorale en 2017, notamment au deuxième tour, quand la polarisation était très forte, et que l'Europe et l'euro, en particulier, ont été des thèmes extrêmement importants et conflictuels ; et avec des erreurs politiques qui ont été faites à l'époque par Marine Le Pen. D'ailleurs, elle a changé de position depuis. Au départ elle était favorable à la sortie de l'euro mais en même temps elle n'était pas tout à fait claire. Or, l'euro c'est la monnaie que les gens ont dans leurs poches dans les États membres de la Zone euro. Dans les 19 États, c'est l'unité de compte qu'ils ont sur leur bulletin de salaire, sur leur retraite, sur leur épargne. Donc les gens sont devenus des « conservateurs » de l'euro. Il ne s'agit même pas de la question du retour au franc, mais plutôt du saut dans l'inconnu que représenterait la remise en cause de l'euro, qui est l'élément, je pense, le plus fort dans ce débat.

La deuxième remarque, qui peut paraître paradoxale, c'est qu'en même temps que le soutien à l'euro s'est renforcé, la confiance au sein de la Zone euro s'est érodée, et cela, c'est aussi l'autre produit de la crise et de toutes les questions sur la réforme de la Zone euro. La lenteur de la réforme de la Zone euro est beaucoup liée à la défiance entre États membres que la crise a suscitée. Comme il y a de la défiance, et dans les opinions publiques et chez les gouvernants, on reste encore dans une période de restauration progressive.

Mais pour simplifier, on pourrait dire qu'on a un peu le même débat sur l'euro que sur le budget européen, c'est-à-dire, une logique très court-termiste, qui se focalise sur une forme de juste retour. Notamment sur le plan budgétaire, où c'est très simple : c'est combien je paie, combien je reçois, chaque État fait son addition, sa soustraction, et dit « je suis le grand bénéficiaire / le grand perdant du projet européen ».

On a le même raisonnement sur l'euro. Il y a ces derniers jours une étude intéressante sur la politique européenne qui montre les bénéfices et les pertes liés à l'euro. Cela a une vertu, qui est de montrer que les bénéficiaires ne sont pas toujours ceux qu'on croit et de tuer un peu le mythe que l'euro a été une forme de transfert massif de l'Allemagne et des Pays-Bas vers l'Italie ou la Grèce (pour caricaturer). En même temps, se focaliser sur un seul critère d'évaluation des bénéfices de l'euro, exactement comme on se focaliserait sur le critère budgé-

taire, n'a aucun sens. L'Allemagne tire évidemment des bénéfices immenses de l'euro, mais ceux-ci ne peuvent pas se mesurer sur un seul critère.

La troisième remarque que je voudrais faire, c'est que le vrai problème de la Zone euro, ce sont, plus que les questions de finances publiques et les questions budgétaires, les déséquilibres macroéconomiques, que l'euro, incomplet, a accentués, ou en tout cas n'a pas résorbés depuis sa naissance. Il y a une vérité, partielle, que les pays qui ont mené des politiques de compétitivité (à commencer par l'Allemagne parmi les grandes économies de la Zone) ont choisi le bon chemin et que ce sont les faiblesses nationales des autres économies qui sont responsables de la persistance de cette situation. Il y a une part de vérité politique et économique à cette situation, puisque l'Allemagne, au milieu des années 2000, a courageusement fait un certain nombre de réformes de compétitivité.

En même temps, il y a deux limites à ce raisonnement. D'abord, les politiques de compétitivité ont forcément une limite, puisqu'on ne peut pas faire dans une zone monétaire une course permanente à l'amélioration de cette compétitivité-coût. Ce serait une forme de course vers le bas si je peux dire, utile dans un premier temps, mais qui trouve forcément sa limite. Un deuxième aspect, c'est que quand on rentre en période en crise, comme on l'a fait en 2008-2010, mener ces politiques de compétitivité, quand bien même elles seraient nécessaires sur le moyen terme, devient extrêmement difficile, extrêmement brutal. Cela a été fait en Grèce, au Portugal. Mais avec quelles conséquences compte tenu de la brutalité de ce traitement ? Était-il possible de faire autrement dans un climat de faible confiance et d'absence d'outils budgétaires ? Sans doute pas, mais c'est un résultat amer.

On voit bien qu'à la prochaine crise on ne pourra pas faire un ajustement des pensions, des salaires, un ajustement nominal de cette ampleur aussi vite et aussi brutalement. Je crois que ce ne serait pas souhaitable politiquement. Avec la Grèce, on a bien vu qu'on est allé à la limite de l'acceptation par la société de ces politiques en un temps aussi court et avec une dureté aussi grande. Je crois que c'est pour cela que le débat doit s'ouvrir sur d'autres mécanismes d'ajustement, mais que, plus encore que le budget, l'enjeu, ce sont les déséquilibres macroéconomiques.

Comment renforcer la Zone euro, faute de quoi dans une prochaine crise on se retrouvera avec un manque d'outils ou avec des politiques d'ajustement aussi dures, faute des outils suffisants ? Je pense que notre énergie doit beaucoup plus passer par le rééquilibrage des déséquilibres macroéconomiques. La Commission a mis en place une procédure, une « MIP » dans le jargon, qui a

son mérite mais qui reste trop faible, qui politiquement est encore trop faible (ce n'est pas la faute de la Commission, c'est une responsabilité collective). La focalisation politique dans le débat reste encore sur des critères de finances publiques *stricto sensu*, plus que sur les déséquilibres macroéconomiques. Il n'y a pas de réponse évidente à ce sujet, l'outil existe, l'évaluation existe, la Commission agit, mais dans le débat public, il n'y a pas l'équivalent du 3% ou du 60% de dette qui est si puissant comme message politique. Je n'ai pas totalement la réponse, mais je pense qu'on a besoin de mettre cela davantage sur l'agenda politique et académique.

Je ne suis pas partisan à titre personnel d'ouvrir un grand débat sur le Pacte de Stabilité lui-même. Tout a été dit et redit sur ce sujet. Il a ses défauts, on sait que les règles sont discutables à l'infini mais à l'inverse, je ne crois pas que ce soit le problème principal de la Zone euro et donc, je ne vois pas le rapport coût/bénéfice à ouvrir ce débat politiquement et économiquement, notamment en termes de confiance, car un des reproches adressés aux responsables politiques français et européens, c'est d'être obsédés par ce thème. Je crois qu'on a un intérêt collectif à considérer, non pas qu'il est fermé pour l'éternité au sein de notre débat sur la zone euro, mais de laisser ouverte la possibilité qu'il puisse revenir dans une période où la confiance dans les finances publiques sera rétablie. Et le soupçon est permanent que le débat soit rouvert pour de mauvaises raisons. La bonne nouvelle, ce sera quand l'Allemagne proposera une réforme du Pacte de Stabilité. En tout cas je pense que ce Pacte n'est pas le point focal du débat politique aujourd'hui.

Le budget est un des instruments de cette réforme, certainement. Le budget de la Zone euro est utile en tant que fonction de stabilisation, mais le paradoxe c'est que c'est cette fonction qui est la moins acceptée dans le débat politique européen. Il y a l'argument selon lequel on n'a pas besoin de stabilisation parce que la stabilisation se fait sur l'ajustement privé, et d'ailleurs quand on regarde les grandes économies fédérales, notamment les États-Unis, l'ajustement se fait plus par le flux de capitaux privés que par l'ajustement budgétaire fédéral, même si la fonction budgétaire fédérale est évidemment sans commune mesure avec l'embryon de fonction budgétaire fédérale qu'on aura dans l'Union Européenne. Mais on peut dire que l'argument renforce le raisonnement. Il faut évidemment travailler sur l'union des marchés de capitaux, sur l'union bancaire, qui vont dans ce sens, mais puisqu'on n'a justement pas la même intégration du capital, du marché des capitaux, qu'une économie fédérale comme les Américains, on a encore plus besoin, au moins dans une période transitoire, d'un outil budgétaire de stabilisation publique. Donc je crois que ça n'exclut absolument pas le travail

de l'union du marché des capitaux et l'union bancaire; c'est complémentaire et c'est d'autant plus nécessaire à défaut d'instruments privés d'intégration.

Au mois de décembre, on s'est accordé sur un budget qui jouera plutôt une fonction de convergence que de stabilisation, un outil d'investissement au service de la Zone euro avec l'argument politico-économique que, plus on renforce la convergence des économies au sein de la Zone euro, moins le risque de l'asymétrie des chocs sera élevé, et moins on sera en situation de crise dépourvus d'outils. La France, tout en soutenant la stabilisation, a accepté ce compromis, car, on le sait bien dans le projet européen, les choses avancent par petits pas et avoir une boîte, si je puis dire, *zone euro et gouvernance de la zone euro*, c'est le combat qui peut être gagné aujourd'hui et qui demain pourra intégrer la stabilisation. L'objectif doit être conservé. D'ailleurs je crois que si, au fond, nos partenaires ont été très réticents, même sur cet outil budgétaire à fonction limitée, c'est parce qu'ils voient bien qu'il y a des pointillés pour créer le jour venu une fonction de stabilisation. Il faut l'assumer. Il y a un pari des deux côtés en disant: on commence par une fonction limitée mais ça pourra s'étendre. La vraie question c'est de savoir si on étendra la fonction de stabilisation pendant la crise, et je crois qu'on n'aura pas tellement le choix, ou est ce qu'on le fera avant, ce qui serait beaucoup plus souhaitable. C'est le débat qu'on doit mener: est-ce qu'on pourra réparer le toit de la maison à Bruxelles par temps calme ? Notre pari, c'est de consolider la charpente pour que même s'il reste des trous dans le toit, on soit plus rapide pour mettre les dernières tuiles en cas de crise.

Un dernier point, concernant le rôle international de l'euro. C'est l'euro comme outil de souveraineté, non pas au sens où l'on doit instrumentaliser la politique monétaire, mais au sens où il faut faire de l'euro une vraie monnaie internationale de réserve dans l'univers géopolitique actuel. La crise de l'Iran l'a montré, on est incapables aujourd'hui d'avoir une vraie autonomie de paiement et une vraie autonomie financière pour nombre de raisons que vous connaissez déjà. Toutefois, la raison centrale est que notre monnaie et le poids de la Zone euro par rapport aux États-Unis dans les paiements internationaux sont sans commune mesure. Les deux sont liés parce que ça ne se décrète pas de devenir une monnaie de statut international. Et un budget de la Zone euro va dans cette direction. Il est un outil de l'intégration qui est aujourd'hui dans les limbes mais qui pourra progresser, c'est-à-dire vers une émission au moins partielle des titres de dettes communs au sein de la Zone euro. La France a été réservée dans les discussions récentes sur les propositions de la Commission. Elle a estimé que les outils proposés n'étaient pas tout à fait satisfaisants. Mais sur le fond, il n'y a pas de doutes qu'il faudra à un moment ou un autre aller dans cette direction. Cela renvoie aussi à la confiance qui sera une étape supplémentaire

par rapport à un budget de stabilisation. Mais le renforcement d'une forme de fédéralisation budgétaire et financière sera la condition *sine qua non* d'un véritable statut international de l'euro. On voit que sans cela, nous serons handicapés dans de nombreux domaines qui dépassent la politique monétaire.

Pour finir, je voudrais revenir sur l'excellent discours de Mario Draghi à Bologne à propos de la différence entre indépendance et souveraineté. C'est une très bonne différenciation. Il avait en tête de manière assez explicite le Brexit : on peut être plus indépendant, on n'est pas forcément plus souverain. L'enjeu qu'on a, avec l'euro, c'est d'accepter, à la fois de manière interne et externe, que cette intégration monétaire, qui reste à compléter, soit le véritable outil de notre souveraineté nous permettant d'être plus souverains qu'en recourant à des solutions nationales. Ce serait évidemment une perte d'autonomie apparente, mais on fera d'autant mieux accepter l'euro qu'on aura le sentiment, et pas que le sentiment, qu'il est un instrument de souveraineté efficace.

## Commentaire

Jacques de Watteville

Je me limiterai à quelques brèves remarques complémentaires, jetant un regard sur l'euro vu depuis la Suisse, pays non membre de l'UE mais situé en son cœur, et vu depuis une banque cantonale (la Banque Cantonale Vaudoise) ayant principalement une vocation régionale.

Tout d'abord, je remercie M. Ivo Maes d'avoir rappelé les facteurs qui ont conduit à la création de l'UE et de l'Union économique et monétaire. J'ai eu le privilège d'observer de près les étapes qui ont conduit à la création de l'Euro, durant deux postes (1988-1992 et 2007-2012) à la Mission de la Suisse auprès de l'UE à Bruxelles, en bénéficiant des lumières d'amis éminents qui ont été des acteurs de ce processus, comme Bernard Snoy ici présent. On oublie trop souvent que l'UE est un projet politique, avec une finalité politique visant à consolider la paix, la démocratie et la prospérité en Europe. L'opinion publique se concentre sur ses imperfections, sur ses manquements, en occultant trop souvent tout le chemin parcouru, les difficultés surmontées, les réalisations accomplies.

Il est une évidence de dire que l'euro joue un rôle très important pour la Suisse. Un franc sur deux gagné en Suisse l'est en relation avec nos exportations, et environ deux tiers de notre commerce extérieur se fait avec les pays de l'UE. Chaque jour ouvrable, il y a pour environ 2 Mrd d'euro de commerce de marchandises et de services entre la Suisse et l'UE. L'euro, et la stabilité du cours €/CHF, sont donc cruciaux pour nos entreprises. Et la Suisse a tout à gagner d'une Europe forte et stable, d'un euro solide, contrairement à ce que peuvent laisser supposer les déclarations de certains populistes.

Dans le sillage de la crise financière de 2008, les graves difficultés financières et économiques qui frappèrent plusieurs pays de la zone euro, et la politique monétaire accommodante qui s'en suivit, ont provoqué de fortes pressions à la hausse sur le franc suisse, qui en période de crise est souvent considéré comme valeur refuge. Ceci a pénalisé sérieusement la compétitivité de nos exportations et a conduit la Banque Nationale Suisse (BNS) à introduire un taux plancher de € 1 = CHF 1,20 en septembre 2011. Après 3 années de relative stabilité, les pressions haussières se sont à nouveau développées, de façon telle que la BNS a dû abandonner ce taux plancher en janvier 2015.

Pour réduire les pressions à la hausse sur le franc, elle applique depuis 2015 un taux d'intérêt négatif sur les avoirs à vue des banques (actuellement -0,75%). Depuis, le cours € / CHF oscille entre CHF 1,10 et CHF 1,20 pour un euro. Le surendettement de plusieurs pays européens, les difficultés de procéder aux réformes nécessaires et récemment le ralentissement de l'économie européenne, font que la BCE continue de poursuivre une politique accommodante. Dès lors, il ne serait pas surprenant que la BNS ne relève pas ses taux d'intérêts aussi rapidement qu'espéré. Il en résulterait que les acteurs économiques, les banques, les entreprises devraient continuer à gérer une situation avec des taux d'intérêts négatifs ou très bas, avec tous les impacts que cela a sur les revenus, les allocations d'actifs, la performance des fonds, la gestion de l'épargne, avec les distorsions et les effets pervers que cela entraîne.

Par exemple, cela pousse les clients à rechercher du rendement sur des actifs plus risqués, et de nombreux investisseurs, comme les caisses de pension, se tournent vers le marché immobilier, car c'est l'un des rares secteurs qui offre actuellement des rendements positifs. Ceci peut conduire à la création d'une bulle immobilière et à de graves difficultés quand les taux d'intérêt remonteront.

Ces développements affectent bien sûr la Banque Cantonale Vaudoise, alors même qu'elle est une banque cantonale d'un pays non membre de l'UE. En effet, elle est la banque d'une entreprise sur deux dans le Canton de Vaud et elle est leader sur le marché hypothécaire dans ce même Canton.

Nous suivons donc avec beaucoup d'attention l'évolution de l'euro, de la situation en Europe, y compris bien sûr les répercussions du Brexit.

À un niveau plus technique et opérationnel, on constate aussi des impacts concrets. Tant qu'il y aura des doutes sur l'avenir de l'euro, sur la solidité du système bancaire européen et sur la solidarité entre pays membres de la zone euro, les banques tierces auront tendance à travailler d'abord avec les banques des pays européens les plus solides. Par exemple, pour les opérations en euro des clients et de la Banque, celle-ci va faire appel à des banques sises dans les pays perçus comme les plus sûrs, car en cas de crise grave, elle préférera être créditrice d'une banque solvable dans un pays qui aurait une devise forte en cas d'effondrement de l'euro. Ceci contribue à renforcer les acteurs des pays solides au détriment des banques des autres pays.

Enfin, concernant la question « comment renforcer le rôle de l'euro ? », je me rallie pleinement aux propos de Jean-Pierre Roth sur l'importance de renforcer la convergence et la solidarité dans la zone euro, qui sont des facteurs clés pour sa stabilité.

J'ajouterai juste une petite remarque à tout ce qui a déjà été dit : si les pays de la zone euro utilisaient davantage l'euro dans leur commerce international (ventes d'avions Airbus, achats de matières premières, etc...), et moins le dollar, ils contribueraient à renforcer le rôle de l'euro et réduiraient leur dépendance vis-à-vis des États-Unis.



## **Survie et avenir de la Zone euro**



## **L'euro et la Zone euro : succès, défis et perspectives d'avenir**

Jean-Claude Trichet

*Lors de la crise, la zone euro a fait preuve d'une remarquable résilience. Mais si l'union monétaire est solide, l'union économique demeure incomplète, ce qui explique l'exposition aux risques souverains. L'euro bénéficie heureusement d'un large soutien dans l'opinion publique. Aujourd'hui, il est indispensable faire des pas supplémentaires pour accentuer la convergence entre les pays car des écarts anormaux de compétitivité coût ne peuvent être tolérés durablement. Il faudrait aussi, entre autres, parachever l'union bancaire, réaliser un grand marché des services financiers, passer de l'unanimité à la majorité qualifiée au sein du Mécanisme Européen de Stabilité, instituer un Ministre de l'économie qui soit aussi Président de l'Eurogroupe et vice-Président de la Commission.*

« C'est un très grand plaisir d'être à l'Université de Genève et une joie personnelle d'être invité par le Centre de Compétences Dusan Sidjanski en Études Européennes. Nous connaissons tous l'engagement passionné et, à proprement parler, inlassable du Professeur Sidjanski pour la construction européenne. Merci, Monsieur le Professeur, d'avoir pris cette nouvelle initiative qui vient à point nommé. Je suis par ailleurs impressionné et ravi de retrouver dans cette salle beaucoup d'universitaires éminents et beaucoup d'amis, beaucoup de "compagnons d'armes" pourrais-je dire. »

Lorsqu'on lit certains travaux académiques et des articles signés par des institutions financières et des participants du marché qui n'appartiennent pas à la zone euro, la présentation qu'ils font de l'euro est souvent négative. Les résultats économiques de la monnaie unique auraient été médiocres, particulièrement en comparaison des États-Unis. L'euro et la zone euro ne seraient pas soutenus par l'opinion publique des pays membres. La confiance dans le projet européen aurait diminué au cours de ces dernières années, ce qui rendrait très difficile la mise en œuvre des réformes indispensables au succès de l'euro. En somme, l'avenir serait sombre et la question de l'existence même de la monnaie unique et de la zone euro serait plus actuelle que jamais.

Il s'agit d'une vision erronée qui ne rend pas compte de la réalité et qui peut conduire gouvernements, décideurs et agents économiques, particulièrement hors d'Europe, à prendre de mauvaises décisions. Cela dit, le fait qu'une fraction

importante du regard international sur la zone euro et sur l'euro ne soit pas exacte ne me surprend pas vraiment : on a pu observer l'existence d'un biais négatif significatif vis-à-vis de la monnaie unique depuis le début de l'introduction de l'euro. Le lecteur pourra considérer que j'ai moi-même un biais positif en faveur de cette importante entreprise historique européenne. J'étais conseiller du président de la République française Valéry Giscard d'Estaing, lorsqu'il a lancé, avec le Chancelier allemand Helmut Schmidt, le système monétaire européen et son mécanisme de change (1979). J'étais chef de service à la Direction du Trésor, puis directeur du cabinet du ministre des Finances Édouard Balladur, enfin directeur du Trésor (1983-1993), période pendant laquelle la France a décidé d'adopter une stratégie économique bipartite dite de « désinflation compétitive ». Cette stratégie a été poursuivie par les présidents de la République François Mitterrand et Jacques Chirac et les gouvernements successifs de sensibilités politiques différentes pour renforcer la compétitivité de l'économie française et créer les conditions de la croissance et de la création d'emplois aussi bien que pour consolider l'intégration économique et monétaire au sein de l'Europe. En tant que gouverneur de la Banque de France indépendante, succédant à Jacques de Larosière en 1993, j'ai eu la responsabilité de 1993 à la fin de l'année 1998 de conduire le franc français vers la monnaie unique. Enfin, pendant huit ans, du 1er novembre 2003 au 31 octobre 2011, j'ai été président de la Banque centrale européenne. Au total, de 1979 à 2011, j'ai travaillé pendant trente-trois ans sur le mécanisme de change entre les monnaies européennes, sur le concept de la monnaie unique, sur sa négociation et sur sa mise en œuvre.

Trente-trois années paraissent être une longue période, mais, si l'on considère la monnaie unique, sa genèse et sa réalisation jusqu'à présent, il faudrait partir du rapport Werner en 1970, qui fut le premier à proposer une Union économique et monétaire (UEM), c'est-à-dire envisager une période de quarante-huit années, la moitié d'un siècle. Pour montrer que l'euro est bien un grand succès historique, je mettrai en évidence cinq points :

- 1) Déjouant beaucoup de prévisions négatives, la monnaie unique – l'euro – est un remarquable succès en termes de stabilité et de crédibilité, au service de nos concitoyens.
- 2) L'euro et la zone euro ont fait preuve d'une résilience exceptionnelle dans la pire crise économique et financière mondiale depuis la Deuxième Guerre mondiale.
- 3) L'euro et la zone euro ont bénéficié et bénéficient d'un soutien populaire large qui a joué un rôle fondamental dans leur résilience.

4) La zone euro est un succès en termes de croissance d'ensemble de l'économie réelle, mesurée depuis sa création jusqu'à aujourd'hui.

5) Le jugement est plus nuancé en ce qui concerne la convergence nominale et réelle au sein de la zone, ce qui suggère de renforcer la gouvernance économique, budgétaire et financière de la zone euro.

Je m'inscris donc en faux contre le jugement négatif parfois porté sur l'euro et la zone euro. Leur succès justifie un optimisme raisonnable en ce qui concerne l'avenir à long terme de cette ambitieuse entreprise historique des Européens.

### **Stabilité et crédibilité de la nouvelle monnaie**

En janvier 1999, une monnaie entièrement nouvelle, l'euro, est créée. Son taux de change était à sa création de 1,17 dollar environ pour 1 euro. Il ne faisait aucun doute pour un grand nombre d'observateurs et d'économistes en dehors de l'Europe continentale que l'euro ne pourrait pas rester à ce niveau vis-à-vis du dollar des États-Unis. L'euro à leurs yeux ne pourrait conserver sa valeur domestique et internationale dans une perspective de moyen et long terme. L'idée qu'une monnaie, née en particulier de la fusion du florin hollandais, du deutsche mark allemand, du franc français d'une part, et de l'escudo portugais, de la peseta espagnole, de la lire italienne et, très vite, de la drachme grecque d'autre part, pourrait être stable et continuer d'inspirer un haut niveau de confiance sur le long terme, apparaissait comme un objectif présomptueux.

Au moment où j'écris cet article, le taux de change de l'euro/dollar est relativement proche du niveau d'entrée. Une forte majorité des économistes et des participants du marché n'a plus de doute sur la capacité de l'euro de garder sa valeur internationale. Je dois même rappeler que, depuis sa création, nombreuses ont été les remarques portant sur le fait que parfois, l'euro était à un niveau élevé sur le marché des changes vis-à-vis du dollar, ce qui était à la fois vrai et paradoxal pour une monnaie à laquelle on avait prédit au moment de sa création un avenir de faiblesse et de perte de crédibilité !

La crédibilité internationale et le succès mondial de la nouvelle monnaie sont confirmés par les faits. Selon la Banque centrale européenne<sup>1</sup>, elle représente environ 22 % de l'encours de la dette internationale (soit huit fois plus que le yen, troisième monnaie, et un peu plus du tiers par rapport au dollar). L'euro représente 31,3 % de l'ensemble des monnaies utilisées pour les paiements mondiaux (global payment currency), approximativement dix fois plus que le

---

<sup>1</sup> Banque centrale européenne, « The international role of the euro », juillet 2017.

yen. Ce pourcentage d'utilisation de l'euro est relativement proche de celui du dollar des États-Unis (42,1 %).

Enfin, s'agissant des réserves mondiales de change, l'euro en représente environ 20 %, soit environ un tiers des réserves de change en dollar et cinq fois plus que les réserves en yen. L'euro est donc la deuxième monnaie mondiale la plus importante, très loin devant la troisième, le yen. De ce point de vue, il faut noter que le système monétaire international est encore appelé à changer structurellement avec l'usage croissant du renminbi qui va contribuer à modifier profondément la structure des relations entre les grandes monnaies internationales convertibles. La crédibilité internationale de l'euro reflète elle-même la stabilité domestique de cette grande monnaie. Le traité de Maastricht demande à la Banque centrale européenne de donner aux Européens la stabilité des prix. C'est son mandat premier. La Banque centrale a rendu publique, dès sa création, la définition de la stabilité des prix qui permettrait à nos concitoyens européens de juger de manière objective la stabilité monétaire. Cette définition était la suivante : « moins de 2 % » dans une perspective de moyen terme, clarifiée en 2003 pour éviter toute ambiguïté : « moins de 2 %, mais proche de 2 % à moyen terme ».

C'était un objectif ambitieux, plus exigeant que ce qui avait été la performance moyenne annuelle des meilleures monnaies européennes dans les quarante années précédant la création de l'euro. Depuis sa création, l'inflation moyenne annuelle de l'euro est d'environ 1,75 %. C'est un résultat impressionnant sur une période de vingt ans, conforme à la définition précitée de la stabilité des prix. La stabilité monétaire n'est pas seulement le mandat premier de la Banque centrale selon le traité de Maastricht. C'est aussi une exigence fondamentale dans toutes nos démocraties, particulièrement dans mon pays, confirmée par les enquêtes d'opinion. Une inflation importante est un impôt additionnel imposé à ceux qui savent le moins bien s'en préserver, c'est-à-dire les plus faibles et les plus démunis de nos concitoyens. Notons au demeurant que tous les grands pays avancés (États-Unis, Japon, Royaume-Uni...) ont maintenant la même définition de la stabilité des prix que l'Europe : 2 % ou autour de 2 % à moyen terme.

Cela ne veut pas dire que l'inflation doit être proche de 2 % chaque année. La stabilité des prix doit évidemment être jugée sur une période de moyen-long terme. Par exemple, la période la plus récente a été marquée par des menaces de déflation aussi bien que par une inflation très basse que la Banque centrale européenne s'est efforcée de combattre avec succès. À l'inverse, quand j'ai quitté mes fonctions de président de la BCE fin octobre 2011, le taux d'inflation était de 2,7 % environ, significativement plus que 2 %, et l'inflation moyenne annuelle depuis la création de l'euro était de 2,07 %. Ce qui compte pour la

Banque centrale et pour nos concitoyens est de prendre de bonnes décisions, quelles que soient les circonstances externes (prix du pétrole, prix des matières premières, progrès technologiques, etc.) et les données domestiques, avec l'objectif de stabiliser les anticipations d'inflation à moyen terme et de donner aux citoyens européens une stabilité effective des prix sur le moyen et le long terme.

### **Résilience dans la crise financière mondiale**

Dans une période particulièrement turbulente, l'euro et la zone euro ont fait preuve de résilience. Au moment de la création de l'euro, une analyse – souvent dominante en dehors de l'Europe – était non seulement que la monnaie unique n'inspirerait pas confiance mais aussi qu'elle serait éphémère. Dans cette perspective, il s'agissait d'une expérience audacieuse, commandant un certain respect pour sa témérité. Mais la possibilité pour la monnaie unique de résister au pire environnement économique et financier mondial depuis la Deuxième Guerre mondiale eût relevé du miracle. Cela explique pourquoi la fin rapide de l'Union économique et monétaire avait été prédite après le début de la crise financière et, tout particulièrement, après le début de la crise des risques souverains. La localisation de l'épicentre de la crise des risques souverains dans la zone euro était due à des erreurs européennes spécifiques, de même que la localisation des épicentres de la crise des subprimes et de la crise financière née de la banqueroute de Lehman Brothers à Wall Street était due à des erreurs commises aux États-Unis. Je vois six raisons principales pour lesquelles la zone euro a dû affronter cette crise spécifique des risques souverains :

- premièrement, le refus d'appliquer complètement les règles du Pacte de stabilité et de croissance avant la crise ;
- deuxièmement, l'absence de suivi et de contrôle de l'évolution des compétitivités économiques des pays membres ainsi que de leurs déséquilibres externes ;
- troisièmement, l'absence d'union bancaire ;
- quatrièmement, l'absence d'un instrument spécifique pour lutter contre la spéculation financière ;
- cinquièmement, la mise en œuvre très médiocre des réformes structurelles dans toute la zone euro ;
- sixièmement, l'inachèvement du marché unique dans l'Union européenne et dans la zone euro, particulièrement dans le secteur des services. En somme,

dans l'Union économique et monétaire (UEM), l'union monétaire est incontestable : une monnaie unique, un taux de change unique vis-à-vis de toutes les autres monnaies, un niveau unique de crédibilité et une inflation de la zone à monnaie unique conforme aux engagements pris vis-à-vis de nos concitoyens.

L'union économique, elle, était lacunaire dans sa conception initiale et, surtout, a été mise en œuvre de manière médiocre avant la crise. L'union économique recouvre la gouvernance budgétaire, la gouvernance économique et la gouvernance financière de l'ensemble la zone euro. Ce sont ces trois gouvernances qui ont été défailtantes.

Cela dit, de nombreux observateurs extérieurs, dans leur vision exagérément pessimiste prévoyant la dislocation de la zone, n'ont pas tenu compte de trois éléments importants.

Le premier était que les deux tiers des pays membres de la zone euro n'étaient pas dans un état de crise financière. Au total, cinq pays (donc un tiers sur quinze au moment du dépôt de bilan de Lehman Brothers), représentant un peu plus d'un tiers du produit intérieur brut de la zone euro, ont eu de graves problèmes budgétaires, économiques et financiers. Mais les autres pays n'étaient pas en crise et le paradoxe de la zone euro était qu'elle incluait à la fois plusieurs des meilleures signatures publiques au sein des pays avancés aussi bien que certaines très mauvaises signatures. L'euro, la monnaie émise par une Banque centrale crédible, reflétait, comme on pouvait s'y attendre, la situation moyenne de la zone euro et pas seulement la partie minoritaire de la zone euro qui était en crise. Vue sous cet angle, la remarquable résilience de la monnaie euro n'était pas un miracle.

Le deuxième élément souvent ignoré était la capacité réelle de la zone euro à se défendre elle-même dans ces circonstances très difficiles, de corriger ses faiblesses en matière de gouvernance économique et de démontrer à la fois une réelle solidarité de la zone euro et une solide détermination pour mettre en œuvre l'ajustement économique nécessaire dans les pays en crise. Dans la crise, le Pacte de stabilité et de croissance a été renforcé. Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance (Pacte budgétaire européen) a été signé et ratifié, la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques a été créée, l'Union bancaire a été décidée et le traité portant création du mécanisme de stabilité européen a été signé et ratifié.

Ainsi, les quatre premières causes mentionnées précédemment pour expliquer la vulnérabilité de la zone euro ont commencé d'être corrigées. De nombreux pays ont fait preuve de détermination en décidant de mesures économiques

courageuses, en particulier l'Irlande, le Portugal, l'Espagne, et la Grèce elle-même qui était au départ dans la situation, de loin, la pire. Cela dit, au-delà des mesures déjà prises, un travail considérable reste à faire au niveau de l'ensemble de l'Union européenne, en particulier en ce qui concerne la mise en œuvre des réformes structurelles et l'achèvement du marché unique.

Le troisième élément ignoré était l'attachement à la monnaie unique des opinions publiques dans la zone euro. C'est la force de ce soutien populaire qui explique que la zone euro ait préservé son intégrité et ait su prendre les mesures nationales et européennes appropriées.

Pour illustrer la résilience de cette zone promise, au début de la crise, à l'éclatement et à la disparition, rappelons que 15 pays étaient membres de la monnaie unique le 15 septembre 2008, le jour de la banqueroute de Lehman Brothers. Les 15 pays membres de l'époque sont toujours dans la zone aujourd'hui, tous, y compris la Grèce. Et 4 nouveaux pays (la Slovaquie, l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie) ont rejoint la zone euro après le 15 septembre 2008, de sorte que la zone euro comprend, au moment où j'écris cet article, 19 pays. Il n'y a pas de meilleure réfutation de la fragilité congénitale de la zone euro qu'une expansion significative (augmentation de plus du quart) du nombre des pays membres dans une période de crise économique et financière mondiale majeure. Revenons donc sur le soutien populaire dont a bénéficié l'euro.

### **Le soutien populaire**

L'idée souvent accréditée avant la crise, durant la crise et encore aujourd'hui était que l'opinion des pays membres ne soutenait majoritairement ni l'Europe, ni le projet européen dans son ensemble ni, en particulier, l'euro et la zone euro. Cette idée a encore été renforcée dans la période récente par l'émergence de forces politiques « populistes » dans les pays avancés, en particulier aux États-Unis et en Angleterre. Il apparaissait naturel aux yeux de beaucoup, en particulier à l'extérieur de l'Europe mais aussi en Europe, que des mouvements politiques caractérisés notamment par le nationalisme, le protectionnisme et l'hostilité à l'immigration ne manqueraient pas d'avoir, dans tous les pays membres de l'Union européenne, une forte composante anti-européenne comme cela était le cas au Royaume-Uni.

Il est incontestable que cette frustration d'une partie substantielle des citoyens dans les pays avancés est aussi présente dans l'Union européenne et dans la zone euro. Mais le paradoxe est que cette critique et cette méfiance sont

dirigées beaucoup plus vis-à-vis des gouvernements et parlements nationaux – et d’une manière générale vers les institutions nationales – que vis-à-vis des institutions européennes elles-mêmes. Les enquêtes d’opinion *Eurobaromètre*<sup>2</sup> sont particulièrement intéressantes. Au total, 42 % des Européens « ont tendance à faire confiance à l’Union européenne », significativement plus que ceux qui « ont tendance à faire confiance à leur gouvernement et leur parlement nationaux » (35 %). Cette tendance est encore plus impressionnante lorsque l’on compare la proportion des citoyens qui « ont tendance à ne pas faire confiance » : 48 % pour l’Union européenne, nettement moins que les 59 % vis-à-vis des gouvernements nationaux et 58 % vis-à-vis des parlements nationaux.

Les comparaisons sont également remarquables lorsque l’on compare directement la confiance dans le Parlement européen par rapport aux Parlements nationaux : 48 % contre 35 % de confiance et, surtout, 39 % contre 58 % de méfiance. Ceci conduit à une différence de +9 % pour le Parlement européen et de -23 % pour les Parlements nationaux. Il en va de même pour la comparaison entre la Commission et les gouvernements nationaux : 43 % contre 35 % de confiance et 39 % contre 59 % de méfiance, soit une différence de +4 % pour la Commission et de -24 % pour les gouvernements nationaux.

Au total, il est aussi intéressant de noter qu’avec une confiance à 42 % en 2018, le soutien à l’Union européenne est plus élevé que celui qui a été observé pendant toute la période allant du début de la crise des risques souverains en 2009-2010 jusqu’à aujourd’hui. Rien de tout cela n’est satisfaisant naturellement, puisque nos concitoyens ont tendance majoritairement à ne donner qu’un faible niveau de confiance à leurs institutions, qu’elles soient nationales ou européennes. Mais la méfiance à l’égard de l’Europe et de ses institutions est beaucoup moins affirmée que ce qui est le plus souvent rapporté.

S’agissant de l’euro, le soutien populaire est incontestable. 75 % des citoyens des pays membres de la zone euro approuvent la phrase suivante : « Une Union économique et monétaire européenne avec une seule monnaie : l’euro », alors que 20 % désapprouvent cette phrase. Le fait qu’il s’agit bien d’une question discriminante est confirmé par la réponse des citoyens du Royaume-Uni (approbation 28 %, désapprobation 59 %). La période de crise a encore renforcé l’approbation de l’euro puisque la proportion de 75 % est la plus élevée depuis que la question est posée.

C’est un fait que l’une des erreurs les plus répandues au sein des observateurs hors de la zone euro était que l’euro était potentiellement rejeté par l’opinion

---

<sup>2</sup> *Enquêtes Eurobaromètre Standard 89 et 90*, printemps-automne 2018.

publique. Cette erreur était particulièrement fréquente au moment où la crise des risques souverains était aiguë. J'ai été souvent confronté à l'opinion selon laquelle les Grecs devraient être massivement en faveur de la sortie de l'euro pour éviter l'austérité alors que les Allemands devaient s'apprêter évidemment à profiter de la crise pour retourner à leur monnaie nationale, le deutsche mark. Rien n'était plus faux ! Les Grecs ont prouvé dans la crise qu'ils étaient très majoritairement en faveur de leur participation à l'euro. Et les Allemands ont démontré qu'ils étaient fermement en faveur de l'euro. En 2018, 81 % des Allemands approuvent la phrase déjà mentionnée : « Une Union économique et monétaire européenne avec une seule monnaie, l'euro » (14 % d'entre eux la désapprouvent). 67 % des Grecs approuvent la même phrase (30 % de désapprobation). Il est intéressant de noter que, si le soutien à l'euro est influencé positivement ou négativement par les situations économiques nationales, il reste fortement majoritaire dans tous les pays.

Ce réel soutien populaire, contraire aux idées souvent accréditées, est fondamental. C'est en effet ce soutien qui explique largement la remarquable résilience de l'euro et de la zone euro.

### **Un succès économique ?**

Si l'on compare la zone euro et les États-Unis, la faiblesse économique de la zone à monnaie unique apparaît au premier abord difficilement contestable. Mais il faut tenir compte de deux illusions d'optique.

En premier lieu, la comparaison des taux de croissance réelle est souvent faite en termes absolus en ne tenant pas compte de la démographie. Il s'ensuit que la comparaison est le plus souvent à l'avantage des États-Unis qui bénéficient d'une croissance démographique annuelle supérieure à celle de l'Europe d'environ 0,8 %. La bonne comparaison doit naturellement être faite en termes de croissance du produit intérieur brut par tête.

En deuxième lieu, dans la période la plus récente, la croissance réelle dans la zone euro a été entravée non seulement par la contagion de la crise financière mondiale des années 2007-2008, mais aussi par la crise des risques souverains des années 2010-2013. Les États-Unis ont été à l'épicentre de la crise financière mondiale et la zone euro à l'épicentre de la crise des risques souverains qui s'est manifestée plusieurs années après. Cela explique que la reprise économique se soit manifestée aux États-Unis à partir du milieu de l'année 2009, tandis que la reprise dans la zone euro a eu lieu plusieurs années après, une fois la crise des risques souverains économiquement surmontée. Un

jugement approprié sur la comparaison États-Unis/Europe devrait donc tenir compte de la période depuis la création de l'euro – en janvier 1999 – jusqu'à aujourd'hui, c'est-à-dire une période de presque vingt ans. Il semble que ce soit probablement la meilleure référence pour trois raisons.

Premièrement, cette période correspond précisément à la période de la monnaie unique ; si l'euro est lui-même responsable d'une particulière faiblesse économique de la zone, cela devrait être visible sur cette période.

Deuxièmement, c'est une période assez longue pour recouvrir plus d'un cycle économique.

Troisièmement, le début de la période est suffisamment éloigné de la crise financière mondiale pour que la croissance moyenne sur vingt ans ne soit pas trop influencée par l'impact des différents épisodes de la crise sur l'économie réelle aux États-Unis et dans la zone euro.

Cela étant dit, où en sommes-nous ? Pour que la comparaison entre les États-Unis et la zone euro soit aussi sûre que possible, je m'en tiendrai aux chiffres du Fonds monétaire international (FMI). Selon le FMI<sup>3</sup>, le produit intérieur brut par tête de la zone euro était, en 1999, de 22'310 dollars comparé à 34'600 dollars aux États-Unis. Selon les prévisions actuelles, les produits intérieurs bruts par tête en 2018 devraient être respectivement de 42'070 dollars et 62'150 dollars. Les dollars sont les dollars courants sur la période. Ces calculs du FMI suggèrent une multiplication du PIB par tête en dollars courants de 1,89 dans la zone euro et de 1,80 aux États-Unis. La différence, à l'avantage de la zone euro, est modeste et ne suggère pas un avantage significatif, mais cette différence ne confirme évidemment pas l'échec économique souvent mis en avant.

J'ai voulu vérifier quel était l'impact de l'année de départ de la période comparée : les mêmes calculs basés sur les mêmes données du FMI ont été effectués en partant des années 1998 d'une part et 2000 d'autre part. Pour 1998, la croissance réelle par tête aux États-Unis et en Europe aurait été exactement la même. Pour l'an 2000, la comparaison est beaucoup plus flatteuse pour l'Europe mais le point de départ me semble un peu suspect car l'année 2000 a été une mauvaise année pour l'économie de l'Europe. En résumé, il n'y a pas de calcul qui, sur les vingt ans de la monnaie unique, confirmerait que la zone euro comparée à l'économie américaine a connu un échec en termes de croissance par tête.

---

<sup>3</sup> « GDP per capita current prices », *IMF Data Mapper, World Economic Outlook*, avril 2018.

Je ferais une dernière remarque sur la performance économique réelle de la zone euro. Il est souvent suggéré que les pays hors de la zone euro ont fait significativement mieux que les pays dans la zone euro depuis la création de celle-ci. Il est naturellement toujours possible de trouver une économie européenne hors de la zone euro faisant mieux que la moyenne de la zone euro : la Norvège et la Suisse sont certainement des exemples convaincants. Mais j'ai eu la curiosité de comparer la croissance par tête de la zone euro et la croissance par tête du Royaume-Uni sur les vingt années de l'euro. Les mêmes calculs du FMI semblent donner un avantage significatif à la zone euro vis-à-vis du Royaume-Uni en termes de croissance par tête, quelle que soit l'année de départ. S'il faut en croire les chiffres du FMI, le processus de rattrapage du Royaume-Uni par la zone euro est visible. Au moment de la création de l'euro, le PIB par tête de la zone euro était d'environ 21,5 % inférieur à ce qu'il était au Royaume-Uni. En 2018, la prévision du FMI place la zone euro 5 % environ sous le niveau du Royaume-Uni.

Cette situation encourageante de la zone euro en termes de croissance réelle par tête sur vingt ans ne signifie pas que les Européens peuvent être satisfaits. Le PIB par tête de la zone euro demeure significativement plus bas que celui des États-Unis (32 % de moins) et les Européens devraient engager un processus de rattrapage vigoureux. La zone euro doit faire mieux et même beaucoup mieux dans de nombreux domaines.

Parce que les réformes structurelles nécessaires ne sont pas mises en œuvre, le chômage – surtout le chômage des jeunes – est beaucoup trop élevé. De même, parce que le marché unique n'est pas achevé, en particulier le marché unique des services et des services financiers, l'Europe et la zone euro ne sont pas aussi innovantes et créatives, technologiquement et financièrement, que les États-Unis – et même que la Chine – en ce qui concerne les progrès des technologies de l'information et de la communication et, d'une manière plus générale, dans ceux des hautes technologies. Dans le domaine des universités d'excellence au niveau mondial, la zone euro demeure dans une situation très anormalement décevante par rapport aux États-Unis et au Royaume-Uni (qui, à eux deux, possèdent les dix premières universités d'excellence mondiale dans les classements internationaux).

### **La convergence entre pays membres doit encore faire de grands progrès**

Si la croissance par tête de la zone euro est au total comparable à celle des États-Unis, une autre dimension de la zone euro doit être examinée de près : il s'agit de la convergence entre les différents pays de la zone en matière de

cycles économiques et financiers, en ce qui concerne les évolutions nominales, inflation nationale et taux d'intérêt, enfin en ce qui concerne les inégalités de niveau de vie entre pays. L'idée selon laquelle une zone à monnaie unique devait contribuer de manière importante à la convergence entre les différents pays membres a été considérée d'emblée comme l'un des éléments positifs associés à la monnaie unique. De ce point de vue, selon le FMI<sup>4</sup>, les résultats enregistrés par la zone euro sont nuancés et dépendent des critères de convergence analysés.

- En ce qui concerne la convergence nominale des taux d'inflation et des taux d'intérêt, elle a pris place de manière incontestable. Elle avait d'ailleurs été très largement anticipée pendant la période précédant la création de l'euro. Cette convergence a été partiellement mise en cause pendant la crise des risques souverains mais elle a été depuis rétablie.

- En ce qui concerne la synchronisation des cycles des affaires dans les différents pays membres, elle a aussi significativement progressé, même si l'amplitude de ces cycles économiques a divergé.

- En ce qui concerne la synchronisation des cycles financiers, elle a divergé pendant la période euphorique qui a précédé la crise dans un certain nombre de pays, ensuite touchés par la crise, mais elle a depuis été rétablie.

- C'est en ce qui concerne la convergence économique réelle des niveaux de vie que l'analyse est la plus surprenante. Il y a une différence très substantielle entre les premiers pays qui sont entrés dans la zone euro, pour lesquels la convergence n'est pas significative alors qu'il y a une convergence très significative pour les pays qui sont entrés après la création de l'euro vis-à-vis de l'ensemble des pays de la zone euro. Cela conduit à s'interroger sur les politiques économiques, financières et structurelles menées par les pays entrés ensemble au début dans la zone euro. Cela conduit aussi, naturellement, à s'interroger sur la pertinence de la gouvernance d'ensemble de la zone euro et sur l'efficacité de la mise en œuvre de cette gouvernance dans les pays qui n'ont pas convergé.

L'observation des croissances des différents pays membres confirme que la monnaie unique offre des perspectives de croissance économique importantes et notamment la possibilité d'augmentation du potentiel de croissance permettant le rattrapage en termes de niveau de vie, ce qui est le cas des pays nouvellement entrés. Mais cela ne signifie pas que le simple fait d'appartenir à la zone euro donne en soi la garantie d'atteindre le plus haut niveau de PIB par

---

<sup>4</sup> « Economic convergence in the euro area : coming together or drifting apart », *IMF Working Paper*, janvier 2018.

tête au sein de la zone. Que l'on participe à une zone à monnaie unique ou pas, le PIB par tête d'une économie dépend de la qualité de la gouvernance économique nationale et des progrès effectués dans cette économie en termes de productivité. À titre d'exemple, personne ne s'attend aux États-Unis à ce que l'État du Mississippi atteigne le même niveau de vie par tête que les États du Massachusetts ou de New York (en 2017, respectivement 31'881 dollars, 65'545 dollars et 64'579 dollars), simplement parce que ces trois États appartiennent depuis plus de deux siècles au marché unique avec une monnaie unique des États-Unis. Notons qu'en 2017, selon les chiffres du FMI, les niveaux de vie portugais et grec, respectivement de 23'116 dollars et de 23'027 dollars, sont eux-mêmes plus proches du niveau de vie allemand (46'747 dollars) que le niveau de vie du Mississippi ne l'est de celui de l'État de New York. Mais le maintien de ces écarts, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis, serait évidemment un échec.

Il y a donc incontestablement un problème important d'inégalités en Europe au sein de chaque pays comme entre pays membres (comme aux États-Unis où la situation est pire s'agissant des inégalités entre concitoyens). La convergence économique au sein de la zone euro doit être améliorée et les Européens se trouveraient beaucoup mieux si l'écart-type entre les PIB par tête des pays membres était significativement inférieur à ce qu'il est actuellement, sachant que c'est évidemment la convergence vers le plein-emploi avec les niveaux de vie les plus élevés qui est l'objectif. Cet objectif de lutte contre les inégalités au niveau national et au niveau européen entre pays membres est fondamental. Il faut pour cela consolider et renforcer la gouvernance économique, budgétaire et financière de la zone euro.

L'objectif à long terme des Européens doit être de gérer de manière optimale l'économie de la monnaie unique, en évitant les longues périodes de déséquilibres non corrigés au sein de la zone comme celle qui a provoqué la crise des risques souverains et, en même temps, en donnant toutes leurs chances aux pays membres et à la zone euro dans son ensemble de rattraper les meilleurs des pays avancés en termes de création d'emplois et de niveau de vie.

## **Il faut aller plus loin**

Le succès de l'euro et de la zone euro en termes de crédibilité, de résilience, de soutien populaire et de croissance économique par tête sur le long terme ne signifie en aucune manière que les Européens pourraient se reposer sur leurs lauriers ! C'est exactement le contraire. Ils ont encore un travail considérable à

faire pour consolider le succès historique de leur projet stratégique. Mais les vingt premières années de l'euro démontrent que les Européens ont eu raison de s'engager dans ce qui est probablement la plus audacieuse réforme économique et monétaire jamais entreprise dans l'histoire en temps de paix.

Une entreprise de cette ambition et de cette dimension se déroule dans la longue durée : c'est l'histoire qui se fait sous nos yeux. Je vois beaucoup de directions dans lesquelles les progrès du projet historique européen sont nécessaires dans les années à venir. Le Président Macron<sup>5</sup> en a dressé une impressionnante liste aussi exhaustive que l'on peut comprendre comme le grand programme de réformes pour l'avenir à moyen terme des Européens.

Premièrement, l'Union européenne a en effet beaucoup d'autres dimensions que l'économie et la monnaie. La sécurité intérieure et extérieure du continent, la lutte contre le terrorisme, le contrôle des frontières, l'application d'une gouvernance européenne responsable en termes d'immigration et la défense, la culture, sont autant de domaines dans lesquels il est clair qu'il n'y a pas de solution exclusivement nationale possible en Europe mais seulement des réponses européennes pertinentes au niveau du continent tout entier. Il est réconfortant de ce point de vue d'observer qu'il y a un large soutien populaire pour progresser dans beaucoup de ces domaines, si l'on observe l'enquête d'opinion *Eurobaromètre* (76 % des membres de l'Union européenne contre 18 % pour une politique commune de défense et de sécurité ; 65 % contre 26 % pour une politique étrangère commune).

Deuxièmement, dans le domaine spécifique de l'Union économique et monétaire, je distinguerai six recommandations importantes visant à améliorer à la fois la responsabilité et la solidarité au sein de l'UEM afin d'atteindre plus sûrement l'objectif économique central pour toutes les économies nationales et pour la monnaie unique dans son ensemble – plein-emploi, croissance significative et rattrapage des économies les plus avancées en termes de niveau de vie :

1) Achever rapidement ce qui a déjà été décidé en ce qui concerne l'Union bancaire, en particulier la garantie des dépôts et le mécanisme de résolution. Il faut absolument éliminer par ailleurs tous les obstacles prudentiels qui s'opposent *de facto* aux restructurations bancaires transfrontières. Il n'y a pas dans l'Union européenne ni dans la zone euro de véritable marché unique des services bancaires. Le retard pris dans ce domaine par rapport aux États-Unis est considérable et aussi grave que le retard pris dans le domaine des

---

<sup>5</sup> Emmanuel Macron, « Initiative pour l'Europe. Une Europe souveraine, unie, démocratique », discours du 26 septembre 2017.

technologies digitales. L'absence de restructurations bancaires importantes domestiques et transfrontières explique, dans une large mesure, les écarts anormaux de solidité et de rentabilité constatés des deux côtés de l'Atlantique.

2) Appliquer très sérieusement les règles des deux principaux piliers de gouvernance économique et budgétaire : le Pacte de stabilité et de croissance – renforcé par le Pacte budgétaire européen – et la Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. J'attache, pour ma part, autant de prix au second pilier qu'au premier : il est essentiel, dans une zone à monnaie unique, de corriger les divergences importantes, toujours possibles, entre les diverses compétitivités nationales et les déséquilibres internes et externes. On peut regretter, de ce point de vue, que la multiplicité des critères examinés par la Commission européenne ait tendance à faire oublier un élément essentiel. Dans une zone à monnaie unique dans laquelle il ne peut y avoir de réaligement monétaire, les écarts anormaux de compétitivité coût ne peuvent être tolérés durablement. Ils conduisent en effet nécessairement soit à l'accumulation d'un chômage de masse excessif, soit à des corrections nécessaires mais abruptes visant à remettre à niveau la compétitivité coût, toujours douloureuses pour les démunis et les plus défavorisés.

3) Modifier le mécanisme de prise de décision au sein du Mécanisme Européen de Stabilité qui doit être basé sur une majorité qualifiée et non sur l'unanimité comme c'est le cas actuellement. Il faut noter par ailleurs que l'importance et la taille du Mécanisme Européen de Stabilité sont le plus souvent ignorées : cette Institution est dotée d'un capital callable de 622 milliards d'euros en sus de son capital versé de 80 milliards d'euros. Avec un capital souscrit de 702 milliards d'euros, le Mécanisme Européen de Stabilité est l'Institution internationale la plus richement dotée en capital.

4) Créer un ministre de l'Économie de la zone euro qui présiderait l'Eurogroupe des ministres des Finances, serait vice-président de la Commission et pourrait se concentrer exclusivement sur la gouvernance économique, budgétaire et financière de la zone euro. C'est une proposition que j'avais faite à l'occasion de mon discours de réponse lors de la remise du prix Charlemagne en 2011<sup>6</sup>.

5) Renforcer la légitimité démocratique de l'Union économique et monétaire en donnant aux membres du Parlement européen qui sont élus dans la zone euro le dernier mot dans les cas de conflit entre le gouvernement d'un pays particulier et les institutions européennes (Commission et Conseil) sur la mise en œuvre de

---

<sup>6</sup> Jean-Claude Trichet, « Construire l'Europe, bâtir ses institutions », discours de réception du prix Charlemagne, 2 juin 2011.

la gouvernance économique de la zone euro<sup>7</sup>. C'est une idée ambitieuse et audacieuse pour laquelle il n'y a pas actuellement de majorité d'idées ni de consensus naissant. Pourtant, il me semble qu'il faut envisager *ex ante* l'hypothèse d'un conflit de légitimité démocratique entre un pays membre, contestant les recommandations qui lui sont faites en s'appuyant sur son Parlement national, d'une part, et les institutions européennes – Conseil et Commission – elles-mêmes issues d'un processus démocratique au niveau de l'ensemble de l'Europe, d'autre part. Après tout, c'est ce que nous avons connu en un moment important de la crise grecque. Il me semble que dans une telle situation, les pays en désaccord avec les recommandations des Institutions de l'Europe devraient pouvoir en appeler à l'arbitrage du Parlement européen, dans une formation zone euro, qui aurait lui-même le dernier mot après une consultation étroite avec le Parlement national concerné.

6) Établir un budget de la zone euro. Dans le cas de la Zone euro, le mot « budget » peut recouvrir au moins quatre concepts différents.

En premier lieu, le financement de dépenses aujourd'hui nationales et qui seraient demain fédéralisées. Diverses idées ont été émises dans ce domaine, par exemple la prise en compte au niveau de l'ensemble de la zone euro d'une partie des dépenses relatives à l'assurance chômage. On peut naturellement aussi songer à des dépenses en matière de sécurité, de contrôle des frontières ou de défense. Dans ces derniers cas néanmoins, il s'agirait de dépenses au niveau de l'ensemble de l'Union européenne et pas seulement au niveau de la zone euro.

En second lieu, le budget de la zone euro pourrait être utilisé comme un mécanisme anticyclique susceptible d'accumuler des ressources en provenance des pays de la zone euro en période favorable du cycle économique de manière à pouvoir utiliser les ressources budgétaires ainsi accumulées en période négative du cycle économique. Ce mécanisme aurait vocation à renforcer les moyens budgétaires susceptibles d'être consacrés par la zone euro à la lutte contre une éventuelle récession. Le mécanisme ne devrait pas opérer de transferts budgétaires de pays à pays et il devrait être au total neutre sur l'ensemble du cycle économique.

En troisième lieu, on peut imaginer un budget dont l'utilisation serait très largement consacrée à des contributions au financement de grandes infrastructures paneuropéennes, d'investissements technologiques et de

---

<sup>7</sup> Jean-Claude Trichet, « International policy coordination in the euro area: towards an economic and fiscal federation by exception », *Journal of Policy Modeling*, 2013.

Recherche Développement ayant une dimension paneuropéenne. Pour ce type de budget, l'application devrait en être faite au niveau de l'ensemble de l'Union européenne et pas seulement de la Zone euro.

Enfin, en quatrième lieu, le budget de la Zone euro pourrait avoir la fonction d'aider certains pays à financer les réformes structurelles permettant à leur économies de fonctionner de manière plus souple et plus efficace au sein de la zone euro. Ces financements seraient particulièrement adaptés dans le cas de dépenses structurelles difficiles et coûteuses, ne donnant de résultats économiques positifs qu'après un délai substantiel. L'utilisation de ce type de budget pourrait être normalement réservée aux membres de la zone euro dans la mesure où le meilleur fonctionnement de l'économie de la monnaie unique demande, en effet, des réformes structurelles importantes.

Au total, la décision de principe prise par le Conseil européen, après un accord entre l'Allemagne et la France, semble correspondre plutôt aux deux dernières conceptions mentionnées. Elle reste timide et nous sommes encore assez loin d'une décision opérationnelle. Pour ce qui me concerne, j'aurais tendance à insister à ce stade sur la fonction anticyclique ainsi que sur l'aide au financement des réformes structurelles difficiles n'assurant leur propre financement qu'après plusieurs années.

\*

\* \*

Le passé et l'histoire présente du projet européen prouvent la vérité de cette citation de Jean Monnet : « Il n'y a pas d'idées prématurées, il y a des moments opportuns qu'il faut savoir attendre. » Cette pensée demeure plus vraie que jamais s'agissant de l'avenir du projet historique des Européens.



## Role of the Eurogroup in the Eurozone

Prokópios Pavlóπουλος<sup>1</sup>

*The Eurogroup is an informal forum of Eurozone finance ministers, it does not have the adequate institutional consolidation and legal regulation that would correspond to its real importance and power. The symptom of the Eurogroup's institutional 'obscurity', with its ensuing consequences, reveals an important vacuum in the European Rule of Law. First of all, the institutional modification should be completed, through which the organization and function of the Eurogroup will be defined with precision, under the terms of the European Rule of Law. Secondly, the European Central Bank needs to be immediately granted all the institutional means necessary for successfully achieving its mission. Thirdly, the European Stability Mechanism must be completely changed into a real European Monetary Fund as soon as possible.*

Simply taking into account current affairs in Europe, focusing on the Eurozone, it is evident that since the beginning of the global economic crisis post 2008 and essentially since 2010, when the experience of the Member States on bailout programmes began to shape (with Greece as a starting point), the Eurogroup has been very influential in European affairs within the EU and within its hard core, namely the Eurozone. No one can ignore the fact that every important economic – and not just monetary – decision taken within the Eurozone (for instance, by the European Commission or even the European Council) must in effect bear the approval of the Eurogroup. Furthermore, the subsequent ratification of its decisions by the European legal order is merely a formality that often goes almost unnoticed. Telling is the example of the Greek crisis and the role played by the Eurogroup to this day.

- a) An important body particularly in the context of the Eurozone, the Eurogroup is only mentioned very superficially in some of the provisions of European law. Often these are so weak in terms of their regulatory nature; they do not even describe in a basic manner the organization and function of the Eurogroup, nor the legal status of its decisions, and

---

<sup>1</sup> Le Prof. Pavlóπουλος ayant été empêché de prendre part au colloque, il nous a autorisés à reproduire ces extraits de son ouvrage *Can this World Change ?* (Athens, Gutenberg, 2018, pp. 124-129 et 134-138) qui concernent la zone euro. Le titre est le nôtre.

therefore any ensuing consequences. The Eurogroup's institutional 'obscurity' has inevitably led to the discrepancy between the dynamic phenomena of economic reality and the obvious weakness of institutions currently in power to follow them. In other words, it has led to a kind of domination of the 'economic' aspect over the 'institutional'.

b) The above-mentioned reality – that is, the absence of adequate contextualization of the Eurogroup's organization and function, and the ensuing negative legal impact – has already been raised by the CJEU's case law. An important legal precedent is set by the relatively recent judgment on *Ledra Advertising*, dated 20.9.2016, with regard to the Cyprus support programme. Specifically, according to the individual opinions of the judgement, one can conclude, among others, that:

- The Eurogroup's whole intervention on the Cyprus Memorandum, which was a catalyst causing economic consequences *lato sensu*:
  - cannot be attributed to the European Commission or the European Central Bank, since the Eurogroup functioned as a mere representative of the European Stability Mechanism (ESM). There is no evidence to suggest that in this particular case the Eurogroup was controlled by the European Commission or the European Central Bank, nor that it represented these institutions in its actions.
  - It did not produce legal results for third parties.
  - In conclusion, it could not be directly challenged by the EU judicial bodies.
- In light of the above, the CJEU clearly concludes in its judgement that the Eurogroup is a kind of 'informal' summit of Member States of the Eurozone. In other words, it is not a decision-making body, but a forum for discussion at a ministerial level for representatives of Member States that have the Euro as official currency.
- This is precisely the reasoning that highlights the 'delicate balance' that characterises the CJEU's exercise of jurisdiction. Unfortunately, the CJEU is forced to move between an inevitable reality (which is created by the 'dynamic' phenomena of the globalized financial system and is not adequately supported le-

gally or controlled by institutions), and the lack of regulations safeguarding the Eurozone in exercising its competences; the latter are inherent to its mission and directly connected with its coherence.

- To put it simply, the Eurogroup is an informal forum of Eurozone finance ministers. In other words, it does not have the adequate institutional consolidation and legal regulation that would correspond to its real importance and power. At the same time, as the bail-out process of Greece shows, for instance, all decisions for the implementations of the bail-out packages and the corresponding ‘draconian’ sanctions in case of violations were in fact taken by the Eurogroup.
  - Given the above preconditions, the CJEU’s case law inevitably concludes that the Eurogroup plays the role of a kind of ‘*éminence grise*’. This does not mean, however, that it is solely held responsible. Also taken into account is the lack of effective rules for economic governance within the Eurozone, which reinforces the ‘democratic vacuum’ within the European Union as a whole.
- c) As it has already been outlined, if the *quintessence* of the European Rule of Law – and the rule of law in general – lies in the legal rules which set the boundaries for the organization, function, and competences of European bodies (as well as the legal consequences of exercising these competences), the following conclusion is more than obvious: the symptom of the Eurogroup’s institutional ‘obscurity’, with its ensuing consequences, reveals an important vacuum in the European Rule of Law, which directly affects the smooth course towards European Unification. The prevalence of economic aspects over institutional ones shows that what supports the European Rule of Law is unable to effectively deal with the potential – and already visible – perils arising from the interventions of an institutionally uncontrolled financial globalization.

[...]

It is not necessary to further stress the importance of the effective and efficient function of the economic and monetary policy, already mentioned. Its importance extends to the entire spectrum of EU economy, and primarily to the economy of

the Eurozone, with particular benefits on its development and the direction of the Euro. As it has already been explored, the institutions of the Economic and Monetary Policy of the European Union have important gaps, and therefore equally important imperfections. These can mainly undermine the prospective development of the Eurozone as well as the prospect of a common currency, i.e. the Euro. In order to deal with this possibility, and successfully complete the process of European Unification, the following points need to be addressed vis-à-vis the institutions of Economic and Monetary policy of the European Union.

- 1) First of all, the institutional modification should be completed, through which the organization and function of the Eurogroup will be defined with precision, under the terms of the European Rule of Law. This is important in order to overcome the above-mentioned institutional 'obscurity' of the Eurogroup, described in CJEU case law. This 'obscurity' is not compatible with the Eurogroup's decisive role in the Eurozone as a whole. In other words, it is not compatible with the fundamental principles of the European Rule of Law and the emanating principle of legality.
- 2) Secondly, the European Central Bank (ECB) needs to be immediately granted all the institutional means necessary for successfully achieving its mission.
  - a) The need to provide the ECB with the appropriate means in order to deal with the Eurozone debt crisis is even more urgent, given that world economy faces an enormous debt crisis that brings back to the fore such theories as the 'Minsky Moment' and the 'coyote moment'.
    - The facts are literally terrifying. World debt is close to 330% of the world GDP, reaching 230 billion dollars; its rapid growth seems to follow a geometric sequence. The biggest part of the debt, about 2/3 of it, belongs to states and businesses, which of course include banks.
    - This scenario is even more ominous, due to the fact that as the percentage of the yields decrease, the tendency towards speculative positioning increases rapidly. It suffices to note here that the nominal value of the financial derivatives – the most characteristic example of perilous speculative positioning – is approximately 550 trillion dollars, which is more than double of the world debt, and five times more than the world GDP.
  - b) Here, the positive stance taken by the CJEU towards this end must be noted. Indicative is the important judgement for Gauweiler (C-

42/64). It stated that the ECB programme of buying government bonds on secondary markets does not violate the prohibition of monetary funding of Member States by the ECB, according to the provisions of article 123(1) of the TFEU. Indeed, the CJEU corrected important irregularities and oversights in the design of the monetary union. It also allowed the ECB to assume a monetary mission, using all these measures that are made available to large central banks (as, for instance, Fed in the USA) so that they can intervene in the financial system. In this context, the ECB must be provided with the means, which will allow it to:

- effectively oversee the entire banking system, which falls under its jurisdiction.
  - To deal with the highly perilous debt crisis, which threatens Member States of the Eurozone. At this point, it is important to note that without the establishment of an appropriate kind of 'eurobond', the ECB will not be able to deal with the above-mentioned debt crisis, and in turn with its mission to create the preconditions of a real and sustainable growth within the Eurozone.
- 3) Thirdly, the ESM must be completely changed into a real European Monetary Fund as soon as possible. This change will prevent the involvement of organizations with no relevant experience, in the internal procedures and affairs of the Eurozone. It will also substantially help the ECB to successfully achieve its mission.



## Réformer l'Europe par une stratégie de long terme

Michel Aglietta

*La zone euro souffre d'une divergence profonde entre deux philosophies politiques : le néolibéralisme anglo-saxon et l'ordo libéralisme germanique. Le dépassement est possible dans une Europe de projets pour la transition écologique vers une croissance soutenable. Pour surmonter les chausse-trappes de cette transition, trois propositions s'imposent. En premier lieu, instituer une taxe carbone qui est un malus pour décourager les activités polluantes. Le produit de cette taxe doit être entièrement affecté à la réduction du coût du travail dans une perspective de justice sociale. En second lieu, définir une valeur sociale des abattements d'émission pour chaque catégorie d'investissements bas carbone. C'est un bonus pour compenser les surcroûts de risques associés à ces investissements. En troisième lieu, réformer le Plan Juncker en définissant une stratégie industrielle produisant une valeur ajoutée européenne et en restructurant la finance : réseau de banques publiques de développement coordonné par la Banque Européenne d'Investissement, clubs d'investisseurs institutionnels responsables, système européen des banques centrales.*

### **Aux origines des divergences dans la zone euro**

L'héritage de l'Europe, à partir de l'Acte Unique de 1987 et de la création de l'euro en 1999 est celui d'un clivage durable entre les économies des pays membres. Cette hétérogénéité semble paradoxale parce qu'elle résulte des avancées institutionnelles destinées à faire progresser l'intégration européenne, les plus importantes depuis la crise inflationniste mondiale des années 1970. L'Acte Unique sous l'impulsion britannique visait à unifier les services financiers. La création de la monnaie unique, de son côté, fut envisagée dès les conclusions majoritaires du groupe Delors, regroupant les banquiers centraux des pays membres du système monétaire européen, mais aussi le gouverneur de la Banque d'Angleterre qui a fait état de son désaccord. La monnaie unique était présentée comme un couronnement de l'intégration financière.

La démarche visant à établir un marché unique des capitaux avait été proposée par Jacques Delors, à la tête de la Commission européenne, pour relancer l'Europe. Elle était inspirée par le néolibéralisme promu dans les pays anglosaxons sous l'impulsion de Ronald Reagan aux États-Unis et de Margaret Thatcher au Royaume-Uni. Le néolibéralisme considérait l'État comme un obstacle au développement des économies capitalistes qui devaient être dirigées par la finance. Selon ce postulat, l'Acte Unique devait être le régulateur et l'accélérateur de l'intégration européenne, parce que l'efficacité de la finance devait orienter l'épargne de toute l'Europe vers les investissements les plus productifs, indépendamment des frontières nationales.

Hélas, la finance n'a pas les propriétés d'efficacité que les théoriciens de la finance lui prêtent. La finance de marché interagit avec tous les autres secteurs selon une logique de *momentum* qui nourrit des phases euphoriques par interaction d'anticipations de plus-values avec le levier de l'endettement. La dynamique de la finance de marché est essentiellement mimétique. Son régulateur est la monnaie par les variations de la préférence pour la liquidité. Mais cette régulation est celle de la formation des bulles spéculatives et de leur éclatement. La logique macroéconomique de cette dynamique est le cycle financier.

A cette logique s'oppose l'ordo libéralisme germanique qui est l'expression politique de l'économie sociale de marché. L'ordo libéralisme se méfie de l'instabilité intrinsèque de la finance de marché et surtout des pouvoirs arbitraires résultant de la concentration de capital qu'elle favorise, en alignant la gouvernance des entreprises sur les intérêts exclusifs des actionnaires. La finance de marché s'oppose au principe fondamental de l'économie sociale de marché qu'est la codétermination. C'est pourquoi la Loi fondamentale allemande donne la priorité à la stabilité des prix, à la limitation des déficits et à l'indépendance de la Bundesbank dont les annonces encadraient les négociations entre les partenaires sociaux.

Or la décision de créer l'euro n'a pas été une évolution suivant les conclusions du groupe de Delors. Cela n'a pas été un couronnement de l'Acte Unique, mais une décision franco-allemande, précipitée par la réunification allemande qui a provoqué le compromis Kohl-Mitterrand. L'Allemagne n'acceptait de renoncer au deutsche mark et de choisir l'euro que sous la perpétuation de l'ordo libéralisme. Or la diversité des institutions politiques des pays membres de la future zone euro rendait impossible leur englobement sous cette bannière.

Pour créer l'euro, il eût fallu concevoir un système politique européen à deux niveaux : une préservation des souverainetés des États au niveau national ; un mécanisme contra-cyclique de stabilisation sous la conduite d'une autorité euro-

péenne au niveau de la zone euro ; bref une double démocratie. Celle-ci est plus que jamais à l'ordre du jour.

En l'absence de cette conception, la première décennie de l'euro a créé une divergence massive et durable entre les États membres. Une expansion massive du crédit privé a financé la spéculation immobilière en Espagne et en Irlande, et toutes sortes de captures de rente en Italie, au Portugal et en Grèce. En revanche, l'Allemagne poursuivait à la même époque une démarche de réforme drastique de son marché du travail avec les réformes Hartz sous la direction de Gerhard Schröder. Ces divergences ont été exacerbées par l'absence de toute régulation financière au niveau européen. Ainsi, entre 1995 et 2010 les prix immobiliers ont-ils triplé en Espagne, alors qu'ils sont restés stables en Allemagne. Bénéficiant d'un énorme excédent courant grâce à ses exportations vers la Chine, l'Allemagne préservait son plein emploi tout en accumulant une position créancière sur ses partenaires.

La crise financière systémique de 2008 a provoqué l'effondrement des marchés immobiliers et la prolifération des prêts non performants dans les pays européens qui avaient été emportés par la spéculation immobilière. En l'absence de stratégie commune pour consolider les intermédiaires financiers en difficulté, l'Europe a laissé se développer le cercle vicieux entre la détérioration des bilans bancaires et le bondissement des dettes publiques dans les pays en crise jusqu'à l'entrée en scène de la BCE en novembre 2011.

L'avancée qu'a été le Semestre Européen, institué par le Traité de Stabilité, de Coordination et de Gouvernance (TSCG) est un pacte budgétaire qui n'a pas mis fin aux divergences entre les pays membres, car il ne dispose pas d'une gouvernance commune de la situation macroéconomique de la zone euro dans l'économie mondiale. Le déséquilibre grandissant de l'excédent des paiements de la zone euro, dû au bloc germanique, provoque une pression déflationniste continue sur les pays déficitaires, tout en affaiblissant la croissance potentielle de la zone euro dans son ensemble. Il s'ensuit que la politique macroéconomique de la zone euro a été entièrement dévolue à la politique monétaire sans capacité de ramener durablement le taux d'inflation sur sa cible.

La seule innovation qui ait été conçue pour réveiller l'investissement productif en dehors du carcan du TSCG a été le Plan Juncker. C'est à ce jour la seule initiative européenne visant à promouvoir des investissements utiles à tous les pays, mais que ni la frilosité de l'épargne privée, ni les contraintes pesant sur les secteurs publics, ne permettent aux pays membres d'accomplir. Tel qu'il fut conçu, le Plan Juncker ne garantit ni que les investissements sélectionnés sont additionnels à ce que chaque pays pourrait faire, ni que leur montant global ait un

effet significatif sur la croissance potentielle. Mais il a un potentiel de développement considérable.

Le Plan Juncker est pourtant la voie à suivre et à développer pour une étape nouvelle de l'intégration européenne par une Europe de projets ouvrant la voie à un approfondissement de l'intégration européenne par une croissance inclusive et soutenable. Il s'agit de sceller un nouveau pacte social européen avant de promouvoir une nouvelle réforme institutionnelle. Il s'agit de redonner un dynamisme productif qui apporte un surcroît de bien-être à tous les citoyens de l'Union.

### **Intégrer l'Europe en retrouvant le sens du long terme.**

Pour engager une transformation de l'économie vers une croissance inclusive et soutenable, il faut une perspective stratégique qui a fait défaut dans les discussions politiques du Conseil et du Parlement européen, comme dans les débats nationaux. L'urgence environnementale devrait être l'axe d'une transformation du régime de croissance. Car elle implique une complémentarité des investissements publics et privés, mais aussi en partie une décentralisation des décisions politiques au niveau local et régional. Elle requiert donc de renforcer la démocratie participative à ces niveaux, tant pour développer l'économie circulaire et renforcer les liens villes-campagnes à partir des villes de taille moyenne, que pour organiser des collaborations transfrontières entre régions sans besoin d'accords préalables entre États.

Il faut donc des États stratèges en coopération européenne et une mobilisation des institutions européennes, parce que la transformation du régime de croissance doit être comportementale, technologique et spatiale. Un renouveau de la politique industrielle doit se produire, dont la motivation est la mise en œuvre de l'Accord de Paris sur le climat.

Mais la crise financière a été particulièrement ravageuse en Europe à cause des politiques budgétaires pro-cycliques menées entre 2011 et 2013 dans tous les pays de la zone euro, alors que le secteur privé était en phase de désendettement à la suite du contrecoup de la crise systémique de 2008-2009. La reprise a été tardive et fragile parce que le pays leader, l'Allemagne, n'entraîne pas l'ensemble de la zone euro. Fondée essentiellement sur ses excédents en Asie, principalement en Chine, la croissance allemande était fragile, car exagérément dépendante d'un mode de croissance extraverti de la Chine qui est une phase révolue de son développement.

En outre, le modèle néolibéral anglo-saxon a entraîné une croissance déséquilibrée par les excès de l'endettement, dont les stigmates se sont répandus : concentration du capital, sous-investissement productif et ralentissement de la productivité globale des facteurs, creusement des inégalités et progression de la pauvreté. L'offre et la demande globales ont été simultanément affectées, conduisant à une vulnérabilité des économies de la zone euro aux perturbations de l'économie mondiale. C'est l'opposé de ce que le double processus d'intégration financière et d'établissement d'une monnaie unique était censé réaliser. La communauté des pays ayant adopté l'euro s'est maintenue, mais elle n'est pas devenue plus politique.

Vis-à-vis d'une transformation vers le développement durable, le malaise de la démocratie dans les nations, combiné à l'absence de vues stratégiques communes entre les nations, a créé la *tragédie de l'horizon*. C'est une attitude propre au cycle politique des démocraties représentatives concernant les choix politiques stratégiques, c'est-à-dire à la fois urgents et à longue portée, lorsqu'elles doivent subir l'influence des lobbies capitalistes hyper concentrés. Les candidats aux responsabilités gouvernementales ne se préoccupent pas d'engager des politiques dont les bénéfices n'apparaîtront que longtemps après qu'ils auront quitté le pouvoir, alors que les coûts politiques immédiats sont élevés. Les puissants lobbies de l'énergie, des transports et de l'Internet, qui manipulent l'opinion publique et les dirigeants politiques, usent de ce levier.

*Les chausse-trappes de la transition écologique et le moyen de les dépasser.*

Elles tiennent à l'envergure de la tâche à accomplir. Conduire cette transformation multidimensionnelle en Europe exige la coordination d'États stratèges, ayant des horizons de long terme pour mener les politiques d'infrastructure, remodeler la fiscalité, encadrer les marchés immobiliers, réorganiser la recherche et la formation et valoriser les complémentarités territoriales. Des idées fortes prennent naissance dans la jeunesse des deux côtés de l'Atlantique : éradiquer le néolibéralisme et promouvoir un « *New Deal Vert* ». Encore faut-il avoir une compréhension complète de l'enjeu pour le traduire en projet susceptible de mobiliser la société.

Le gouvernement français a fait l'expérience des chausse-trappes de la transition écologique à l'automne 2018. Décidant une hausse ciblée et inégalitaire de la taxe carbone sans compensation, il a déclenché le mouvement des « gilets jaunes » et abandonné la taxe.

La première erreur est l'incompréhension des économistes, dont les politiques acceptent les recommandations, quant à la nature du changement climatique. Pour eux, il s'agit d'une « externalité », c'est-à-dire un phénomène échappant au système des prix de marché, qu'il suffit d'internaliser en instaurant un prix du carbone pour que les bonnes incitations fonctionnent. La seconde erreur est une fiscalité carbone partielle, dont le coût est inégalement supporté dans la société civile et non compensé pour ceux qui le subissent le plus. En France il s'agissait des classes moyennes et populaires dépendantes des transports individuels par la situation géographique de leurs domiciles.

Concernant la première erreur qui est de principe, la transition climatique est un problème autrement complexe. Le changement climatique interagit avec de nombreux autres phénomènes naturels constituant des cycles biogéochimiques, dont la viabilité implique qu'ils restent contenus dans des limites planétaires incertaines. La seule conduite raisonnable est un principe de précaution, appelé attitude de catastrophisme éclairé. Seule cette attitude peut briser la tragédie de l'horizon et concevoir un ensemble de politiques industrielles pour transformer les structures de production. Le prix du carbone n'est qu'un moyen parmi d'autres à mettre en œuvre.

Concernant la seconde erreur qui est d'opportunisme et de tactique, la taxe carbone doit être généralisée à toutes les activités impliquant une consommation d'énergie fossile. Le produit de cette taxe doit être entièrement utilisé à compenser les perdants. En quelque sorte, la taxe carbone est un *malus*. Elle sert à augmenter le coût du capital polluant et émetteur de carbone. Cela doit inclure les ressources fossiles dans le sous-sol qui ne seront jamais exploitées et qui doivent devenir des actifs abandonnés (« *stranded assets* ») dont il faut programmer les pertes dans les portefeuilles financiers. Le produit de la taxe carbone doit être intégralement utilisé à réduire le coût du travail. C'est à la fois une disposition de justice sociale à l'égard des populations les plus défavorisées et un moyen de modifier le prix relatif dans le sens des activités bas carbone et intensives en travail.

Mais cela signifie que les investissements bas carbone de grande ampleur et de longue durée ne peuvent être financés par le produit de la taxe carbone. Cela avait été reconnu par l'Accord de Paris de décembre 2015. C'est pourquoi cet accord spécifiait que les investissements dans l'énergie et les infrastructures doivent être financés par la mobilisation de l'épargne privée. Cela implique une transformation drastique du système financier pour éliminer la primauté de la valeur actionnariale, de la concentration du capital créatrice de rentes et de l'évasion fiscale qui les accompagnent.

Les investissements dans les infrastructures et les réseaux combinent un engagement de capital initial élevé, des immobilisations de longue durée et un double risque écologique et technologique. Le comportement spontané des investisseurs est d'attendre que l'incertitude se lève, alors que tous les signaux écologiques flashent l'urgence. C'est pourquoi inciter au financement des investissements bas carbone requiert un *bonus* pour surmonter ces lourds handicaps.

Ce bonus a été défini et justifié par le rapport Stiglitz-Stern sous les auspices de la Banque Mondiale. Il consiste à rapprocher le rendement prospectif incertain des investisseurs privés du rendement social à long terme des investissements bas carbone. Il s'agit d'une *valeur sociale des abattements d'émission* (VSAM) que les investisseurs pourront incorporer dans leurs rendements prospectifs pour contrecarrer les handicaps du taux d'actualisation sur les investissements longs et risqués. Ces VSAMs désignent ce qu'une collectivité est prête à payer pour financer des investissements de protection ou de régénération de l'environnement. Ils doivent être établis par débat public. Par l'institution d'une VSAM élevée, la puissance publique européenne donnerait aux entrepreneurs porteurs de projets bas carbone un signal sur la valeur que la société accorde aux réductions d'émission.

La garantie publique sur les financements des investissements bas carbone donnerait une crédibilité au principe en engageant l'ensemble des États de l'UE sur une politique de réduction d'émission sur une durée prédéfinie de 5 ans. Pour être crédible et efficace, elle doit être assortie d'une procédure de certification de l'abattement effectif de CO<sub>2</sub>eq par les investissements réalisés. Cette certification doit être effectuée par des agences indépendantes. La délivrance de la certification à des entreprises sur des investissements réalisés, associée à la VSC, représente un actif carbone d'une valeur monétaire bien définie, c'est-à-dire la valeur sociale de la réduction d'une externalité négative produite par l'investissement.

Grâce à cette avancée, l'épargne privée peut être mobilisée. Le dispositif financier peut être construit sur cette base.

#### *L'architecture financière requise : une réforme du Plan Juncker.*

Plaçons-nous au niveau européen pour définir l'architecture financière requise par les investissements bas carbone à ce niveau. Le concept-clé pour ce type d'investissements est la *valeur ajoutée européenne*, définie dans le rapport Monti sur la réforme du budget européen. La valeur ajoutée européenne transformerait un budget à somme nulle, car opposant les pays selon le principe du « juste

retour », en budget gagnant-gagnant. Elle sera produite par des investissements guidés par la stratégie industrielle définie ci-dessus et inscrits dans le Plan Juncker réformé. Elle résultera d'investissements qui fourniront un rendement plus élevé, s'ils sont effectués au niveau européen, que s'ils sont faits dans chaque pays séparément. Pour attirer le plus grand montant d'épargne privée, le budget européen peut bonifier les rendements en apportant des garanties aux premières pertes sur les investissements effectués.

Pour jouer son rôle de guide démocratique d'un New Deal Vert européen, le Parlement européen devrait disposer d'un budget muni de *ressources propres*, liées aux avancées de l'intégration européenne grâce à la stratégie de long terme : taxes sur les transactions financières découlant de l'harmonisation de la fiscalité de l'épargne indispensable à un marché européen des capitaux, portion de la taxe sur le CO<sub>2</sub> si son taux est défini au niveau européen, taxe sur la consommation d'électricité pour financer les réseaux intelligents de distribution d'électricité d'origine renouvelable couvrant l'Europe. Il s'agit de toute ressource publique qui appartient à l'Europe par la nature de l'activité dont elle provient ou par sa destination qui est le financement d'une valeur ajoutée européenne.

Enfin la finance doit être restructurée par des acteurs financiers d'envergure européenne pour le long terme. Ce sont trois catégories : les banques publiques de développement, mises en réseaux et coordonnées par la Banque Européenne d'Investissement (BEI) ; les investisseurs institutionnels responsables, organisés en clubs et incorporant les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) pour guider la gouvernance des entreprises ; le Système européen des banques centrales (SEBC) pour incorporer les risques environnementaux dans la politique macro prudentielle et guider le prix des obligations vertes.

Les banques publiques de développement entrent dans la gouvernance des projets d'investissement parce qu'elles ont l'expertise pour la sélection, l'évaluation et le monitoring. Elles sont donc des partenaires directs aux choix des technologies, des montants et des localisations. Ces banques peuvent attirer d'autres prêteurs et fournir un levier à leurs ressources.

Les investisseurs responsables sont les intermédiaires financiers pertinents pour redéployer l'épargne privée. Pour financer les biens publics d'intérêt européen, il faut coordonner les investisseurs institutionnels dans le cadre d'une réforme du Plan Juncker. L'intermédiaire structurant de l'investissement à long terme ne peut être qu'un réseau de banques de développement régionales, nationales et multilatérales coordonnées par la BEI, les banques de développement entrant au capital du Fonds Européen d'investissements stratégiques. La mise en com-

mun des ressources et des compétences de la BEI et des banques publiques nationales est essentielle. Le Fonds Européen doit avoir la surface financière suffisante pour émettre des *project bonds* et donc attirer les investisseurs privés. Pour attirer des montants élevés d'épargne privée, la garantie publique permettrait d'organiser une titrisation qui offre aux investisseurs institutionnels une complète garantie sur la première tranche de pertes.

Par cette architecture, l'Europe se donnerait les moyens de s'affirmer comme puissance publique en tant qu'emprunteur et investisseur, sans qu'il soit nécessaire de modifier les traités. Ce qui importe pour mettre en place cette croissance inclusive et soutenable, c'est que s'opère un changement de paradigme : la mobilisation de tous les acteurs ne sera possible que par une forte volonté politique qui ne peut être efficace si elle demeure seulement nationale. C'est à l'échelle européenne que le New Deal vert doit voir le jour.

### Références bibliographiques

Aglietta M., Espagne E. and Perrissin Fabert B., *A proposal to finance low-carbon investment in Europe*, Note d'Analyse France Stratégie n°24, 2015, February.

Carney, M., "Breaking the tragedy of the horizon, climate change and financial stability". *Speech given at Lloyd's of London*, 2015, September, 29.

CEPR, *Restarting European Long Term Finance*, Green Paper, 2015, January.

Commission Européenne, *Le financement à long terme de l'économie européenne*, Livre Vert, 2013, mars.

EU high-level expert group on sustainable finance, *Financing a sustainable European Economy*, Final report, 2018.

EU Groupe de Haut Niveau sur les Ressources Propres, 2016, décembre.

G20 Green Finance Study Group, *Synthesis Report*, 2016, July15.

Investment leaders Group, *The value of responsible investment*, University of Cambridge Institute for Sustainability Leadership, 2014.

Valla N., Brand T., Doisy S., "A new architecture for public investment in Europe", in *Cepii Policy Brief*, n°4, 2014, July.

World Bank, *Report of the High-Level Commission on Carbon Prices*, 2017, May 29



## **Déconstruire le Pacte de Stabilité... pour assainir l'Europe !**

Michel Santi

L'Europe n'est toujours pas tirée d'affaire. Une débâcle est encore possible du fait de l'absence de tout contrôle sur leur taux d'intérêt et sur leur monnaie de la part des pays membres de la zone euro. En effet, dans ces conditions, comment les diverses économies nationales ayant l'euro peuvent-elles ne pas diverger ? Et quel est le levier permettant d'y harmoniser la consommation et l'activité économique ? Que faire par ailleurs pour y éviter les écarts souvent massifs de compétitivité qui ne peuvent être corrigés, on l'a vu, qu'à force de sacrifices ?

Il serait évidemment souhaitable de mettre en place une politique budgétaire et fiscale contra-cyclique ayant pour effet de lisser ces différences, et de combler les fossés régnant entre Nord et Sud, entre cœur et périphérie. Cette éventualité est cependant balayée d'un revers de main dédaigneux : par ignorance des mécanismes macro-économiques, mais également du fait d'un esprit moralisateur qui exige de remettre sur le droit chemin les insupportables cigales...ayant néanmoins largement contribué à la prospérité du Nord et de ses banques à l'orée du siècle. C'est de ce refus obstiné d'utiliser certains instruments à disposition, c'est de cette volonté d'infliger une bonne « correction » aux indisciplinés que découle l'obsession des déficits et les politiques d'austérité ayant ravagé l'Union Européenne, accessoirement fait prospérer le populisme.

En fait, la liquéfaction européenne est née de chacun pour soi précisément induit par le Pacte de Stabilité : l'honneur n'était-il effectivement pas sauf, tant que les fameux critères étaient respectés ? L'obsession du chiffre, aidée par la puissance symbolique du critère des 3 %, fut en effet si puissante qu'elle eut pour conséquence immédiate d'empêcher toute analyse qualitative des comptes publics. Voilà pourquoi le lancement de la monnaie unique fut le point de départ de déséquilibres et d'écarts de compétitivité désastreux entre nations, ou blocs de nations, membres. Autant de graines de discorde, de bulles spéculatives en gestation, de dysfonctionnements qu'il aurait été aisé de réduire et de réguler par l'entremise d'une politique budgétaire et fiscale commune, harmonieuse et

coordonnée. Ce n'est pas les excès des PIIGS<sup>1</sup>, ni leur mauvaise gestion, qui ont engendré écarts de compétitivité, déséquilibres et déficits par la suite stigmatisés par le Nord. Non, car le tout premier choc asymétrique ayant percuté violemment l'euro et ses pays membres est la sécrétion naturelle de la création de cet euro-là.

La création de l'euro ne fut-elle en effet pas immédiatement précédée – et suivie – d'une baisse généralisée des taux d'intérêt et de financement des pays périphériques ? La fameuse convergence ne put avoir lieu qu'à la faveur d'une perception aberrante des marchés financiers qui considérèrent que le risque afférent aux nations du Sud ne différait pas notablement de celui de l'Allemagne. Dès lors, les liquidités affluèrent en direction de ces nations qui bénéficièrent de facto d'une politique monétaire largement expansionniste. Conditions monétaires qui furent d'autant plus déstabilisantes que ces pays furent graduellement inondés de liquidités selon une amplitude diamétralement opposée aux conditions ayant régné avant leur intégration dans l'euro.

Ce sont des politiques budgétaires et fiscales fondamentalement contracycliques qui auraient dû être mises en place par les nations européennes périphériques, avec pour objectif de contrebalancer les effets pervers de stimuli monétaires massifs. Dans ces conditions, le choc de la demande ayant eu lieu dans ces pays n'a rien d'étonnant : la consommation y a proprement explosé, avec le consentement et la bénédiction de l'Allemagne, dont la balance commerciale devait jouir d'excédents quasi surhumains après l'an 2000.

Sans vouloir minimiser les problèmes structurels manifestes inhérents à chacune de ces nations européennes périphériques, c'est la succession et la combinaison de ces chocs – politique monétaire expansionniste, demande agrégée hyperbolique, dans un contexte de contrepoids fiscal largement insuffisant – qui y gonfla les salaires proportionnellement à la productivité. Il est très important de dresser un constat, à savoir que nombre de pays d'Europe périphériques auraient de toute manière été en récession dès 2010, avec ou sans crise de l'euro. Le péché originel de l'Union Européenne est donc précisément et nommément ce Pacte de Stabilité, qui a faussé la discipline fiscale.

Effectivement, en focalisant toutes leurs attentions et tous leurs efforts à le respecter ou à tenter de s'en approcher, les gouvernements successifs sont passés

---

<sup>1</sup> Portugal, Italie, Irlande, Grèce, Espagne (Spain).

à côté de politiques contra-cycliques précieuses. En axant leurs efforts sur la seule lutte contre les déficits publics afin de satisfaire au Pacte, et grâce à des comptes publics excédentaires pour nombre de ces nations du Sud, les dirigeants ont omis de faire usage du levier fiscal qui devait modérer les enthousiasmes, calmer les ardeurs spéculatives et contrôler l'envolée de la consommation. Du reste, pourquoi ces États auraient-ils mis en place de telles politiques qui se seraient traduites par un tassement de leur croissance, alors même que leur ratio dettes/ P.I.B. ne faisait que s'améliorer entre 2000 et 2007 ? Après tout, du fait même de ce Pacte de Stabilité qu'ils respectaient, nulle pression ne s'exerçait sur eux dans le sens d'une mise en place de mesures menant à une contraction de leur économie. Ce Pacte a donc totalement brouillé la vision et le jugement de nos autorités, qui ne juraient plus que par ses critères et qui jaugèrent l'ensemble des données et des statistiques de leurs économies nationales respectives à son prisme. Loin de tout esprit critique, de toute analyse qualitative, de toute anticipation macroéconomique élémentaire.

Ce péché originel de l'euro a donc conduit les responsables politiques et économiques des divers pays membres à focaliser toutes leurs attentions sur le quantitatif, c'est-à-dire sur ces fameux critères qui étaient largement respectés dans nombre de ces nations. En effet, pourquoi se lancer dans une analyse qualitative dès lors que les comptes sont excédentaires ? Et pourquoi se creuser les méninges à faire un travail de discernement macro-économique si le sacrosaint Pacte est respecté ? Dans le cas de l'Espagne ou de l'Irlande, il aurait pourtant été basique de reconnaître que les excédents budgétaires dont ces deux pays jouissaient étaient quasi obligatoires – voire mécaniques – en période de boom immobilier. En mettant l'accent sur les excédents budgétaires, le Pacte a donc forcé à regarder dans la mauvaise direction et à analyser les mauvais indicateurs.

Ce sont exactement les mêmes erreurs grossières qui sont réitérées aujourd'hui. En concentrant leurs tirs sur les seuls déficits des pays, les autorités européennes espèrent se payer le luxe d'éviter toute politique fiscale contra-cyclique, dont l'objectif et les effets seraient de relancer la croissance. Tandis que le levier de la fiscalité avait été ignoré afin de modérer des économies en surchauffe à l'occasion du lancement de l'euro, ce même levier est aujourd'hui encore ignoré alors même qu'il serait à même de neutraliser la récession.

Comme nos dirigeants sont des femmes et des hommes politiques élus et donc logiquement préoccupés par leur réélection, comme ils ne sont en outre que peu ou prou spécialistes ès macro-économie, comme il n'est pas dans les attributions

tions de la Banque Centrale Européenne de plaider en faveur de telle ou de telle mesure fiscale dans tel ou tel pays, l'idéal serait que l'Union Européenne soit également une union fiscale où les citoyens d'un pays membre à forte croissance paient des impôts qui iraient aux citoyens des pays à croissance molle. Mais comme de tels mécanismes automatiques sont aujourd'hui impossibles à mettre en place pour des raisons essentiellement politiques voire morales, l'Union et ses citoyens ne sont donc pas armés pour affronter sereinement les inévitables crises récurrentes.

## La zone euro : les maillons faibles

Charles Wyplosz

*Malgré un certain nombre de réformes adoptées à la suite de la crise des dettes souveraines, la zone euro demeure fragile. De nombreux maillons de la chaîne restent faibles. De nouvelles crises sont possibles, sinon probables, et les moyens d'y faire face restent inadéquats. L'union bancaire est toujours incomplète et la 'boucle diabolique' entre dettes publiques et solidité des banques doit être brisée. L'incontournable discipline budgétaire n'est pas plus assurée aujourd'hui qu'elle ne l'a été depuis vingt ans. Elle ne le sera que lorsque la responsabilité sera clairement établie au niveau national, clairement inscrite dans la constitution de chaque pays, et construite autour de solides concepts en ligne avec les meilleures pratiques. La BCE doit devenir réellement indépendante pour pouvoir répondre aux crises financières avec tous les moyens dont dispose une banque centrale. Enfin, les dettes publiques de plusieurs pays sont excessives et doivent être rapidement réduites.*

Une dizaine d'années après la crise des dettes souveraines qui l'a profondément secouée, la zone euro reste structurellement fragile. D'importantes réformes ont été conduites, telles que la création de l'union bancaire ou le pacte budgétaire européen inclus dans le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance (TSCG). Mais ces réformes restent incomplètes et la zone euro n'est pas à l'abri de nouvelles secousses. Si l'on admet que la crise est une raison majeure de la désaffection vis à vis de l'Europe, et de la zone euro en particulier, observée dans la quasi-totalité des pays membres, il est essentiel de prendre la mesure de ces incomplétudes. Au-delà des coûts économiques, sociaux et politiques que générerait une nouvelle crise, c'est la survie de la construction européenne qui est en jeu.

Alors que la situation est stabilisée, la tendance des autorités est de se satisfaire des progrès accomplis. Pour elles, ce n'est pas le moment de s'attaquer à des réformes difficiles parce que non consensuelles. Cette attitude représente une illusion et un déni de la réalité. Ce n'est pas une attitude nouvelle. Déjà, lors de la construction de la zone euro, de nombreux travaux avaient détecté les maillons faibles de la chaîne. Deux faiblesses, en particulier, avaient été soigneusement mises à jour : les insuffisances du Pacte de Stabilité, l'absence de ce qui est devenu l'union bancaire et le refus du rôle de prêteur en dernier ressort de la

BCE. Parce que les opinions des différents gouvernements divergeaient, il avait été alors décidé de remettre à plus tard les discussions sur ces questions. Le temps est passé et, inévitablement, les maillons faibles ont cédé et la crise est arrivée. L'inefficacité du Pacte de Stabilité a conduit à une accumulation dangereuse des dettes publiques en Grèce et au Portugal. L'absence de supervision bancaire au niveau européen s'est traduite par l'accumulation de créances bancaires douteuses en Irlande et en Espagne. Trop longtemps paralysée par un mandat trop restrictif, la BCE n'a pas pu intervenir en temps et en heure, laissant ainsi la contagion s'étendre.

Alors que de nombreuses propositions visent à relancer le processus d'intégration, je propose une approche différente. Il me paraît urgent de repérer les maillons faibles de la chaîne que constitue l'Union Européenne. Il s'agit de réduire le risque d'une nouvelle crise et de pouvoir faire face à une crise, s'il s'en produit une. Faire le ménage est moins exaltant que de lancer de nouvelles initiatives, bien sûr, mais c'est indispensable

### **Le rêve et la réalité**

Face à la montée de l'euroscpticisme, qui se manifeste par l'irruption de partis politiques qui labourent ce terrain fertile, nombreux sont ceux qui développent des projets destinés à approfondir l'intégration européenne. Leur pari est que de nouvelles initiatives feront renaître l'esprit qui a longtemps marqué la quête d'une « union toujours plus approfondie ». C'est le rêve qui prépare le chemin à une future union politique. Le pari est dangereux. À plusieurs reprises les citoyens ont refusé ce plus d'intégration. Ce fut le cas avec le Traité de Maastricht rejeté au Danemark, avec le projet – très symbolique – de constitution européenne refusé en 2005 en France et aux Pays-Bas, avec les traités de Nice et de Lisbonne initialement rejetés en Irlande, le refus de la zone euro par la Suède en 2003, la clause de 'opt-in' danoise rejetée en 2015, et l'accord d'association avec l'Ukraine refusé par les Pays-Bas. Dans tous ces cas, seuls une minorité de pays-membres ont procédé par référendum ; il est probable que les refus auraient été plus généralisés – et définitifs – si tous les citoyens avaient été consultés. La ratification de ces accords par les parlements a pu donner l'impression que les difficultés étaient circonscrites, mais ces décisions n'ont fait que renforcer le sentiment, bien ancien, de déficit démocratique.

Dans ces conditions, le rêve de nouvelles avancées paraît hautement improbable. Tout au plus peut-on imaginer des petits pas, contraints par la diversité des opinions parmi les États membres et par la crainte de rejet par les opinions publiques. Il est souvent affirmé qu'une union monétaire ne peut être durable en

l'absence d'une union monétaire. C'est vrai que la zone euro est unique en ce sens, parce que le modèle depuis l'apparition des monnaies-papier est que les États se constituent avant d'unifier leurs monnaies. Sans aucun doute, il est beaucoup plus simple d'opérer une union monétaire dans le cadre d'une union politique, mais cela ne signifie pas nécessairement que le modèle historique soit le seul possible. D'un point de vue intellectuel, se limiter à chercher à se rapprocher de ce modèle est la solution de la facilité. D'un point de vue politique, c'est irréaliste. D'un point de vue pratique, les solutions partielles qui pourraient être politiquement viables sont destinées à devenir un nouveau maillon faible. Relever le défi d'une zone euro sans union politique exige quatre réformes.

### **Discipline budgétaire**

Comment s'assurer que chaque pays membre respecte la contrainte de la discipline budgétaire ? Deux expériences fédérales fournissent la clé. La première est l'approche adoptée en Allemagne. Chacun des États (Länder) est tenu de se soumettre à des règles numériques semblables à celles du Pacte de Stabilité européen. Le gouvernement fédéral, qui a promu ces règles, a l'autorité de contraindre les États à les respecter. De plus, la Cour constitutionnelle a ordonné au gouvernement fédéral d'aider les États en difficulté. Le résultat est que certains États ont accumulé une dette publique élevée (Brême : 65% de son PIB en 2017, Berlin : 43%, la Sarre : 41%) malgré des bailouts fédéraux.

L'autre expérience est celle des États-Unis. Dans les années 1840, le Congrès fédéral a institué *de facto* le principe de no-bailout. Ceci a conduit tous les États (le Vermont est une exception) à adopter des règles budgétaires constitutionnelles. Chaque État est souverain en matière budgétaire, le gouvernement fédéral n'a aucune autorité. Le résultat est que les dettes publiques les plus élevées (Rhode Island, Massachusetts et Connecticut) avoisinent 15%.

Malheureusement, c'est le modèle allemand qui a été adopté pour le Pacte de Stabilité, alors que le modèle des États-Unis est non seulement le plus efficace, mais il est aussi beaucoup mieux adapté à la souveraineté budgétaire des États membres. La conclusion semble évidente : la discipline budgétaire doit être décentralisée et la clause de no-bailout doit être formellement rétablie après avoir été abandonnée de facto en 2010.

Il reste la question technique du choix d'une règle budgétaire. Depuis une vingtaine d'années, de nombreux pays ont adopté des règles budgétaires. Ces expériences permettent à présent de tirer des leçons. La littérature est abondante et

ne peut être résumée ici. Le consensus reste à trouver mais ma conclusion est la suivante.

- Le pacte budgétaire européen (TSCG) doit être amendé pour exiger que chaque pays inscrive dans sa Constitution l'impératif de discipline budgétaire, et que le parlement soit tenu légalement responsable de cette obligation.
- Les pays peuvent adopter des règles différentes, en fonction de leurs traditions et de leurs structures politiques, mais chaque règle nationale doit être certifiée au niveau européen.
- Les bonnes règles ne sont pas numériques. Les objectifs quantifiés – comme les 3% de déficit et 60% d'endettement adoptés par le Pacte de Stabilité – sont forcément artificiels. Étant impossibles à justifier, ils se sont avérés des remparts trop faibles pour résister à des situations toujours décrites comme exceptionnelles.
- La discipline budgétaire n'est pas définie par les budgets annuels, qui sont toujours dépendants de la conjoncture économique et des impératifs politiques du moment. La discipline budgétaire est un concept de long terme. Elle est atteinte lorsque la dette publique décroît lorsqu'elle est élevée au départ, ou reste stable lorsqu'elle est faible. La Figure 1 illustre cette définition. Le graphique de gauche correspond à des cas d'indiscipline budgétaire alors que le graphique de droite montre que la discipline budgétaire n'exclut pas d'importantes fluctuations.

La discipline budgétaire exige que chaque gouvernement inscrive ses choix dans le cadre d'une évolution à long terme de la dette publique. La cohérence des choix gouvernementaux est évaluée par un conseil d'experts indépendants, doté des moyens nécessaires pour conduire cette évaluation. Un conseil indépendant européen supervise les travaux des conseils nationaux. La transparence de ces évaluations doit être totale.

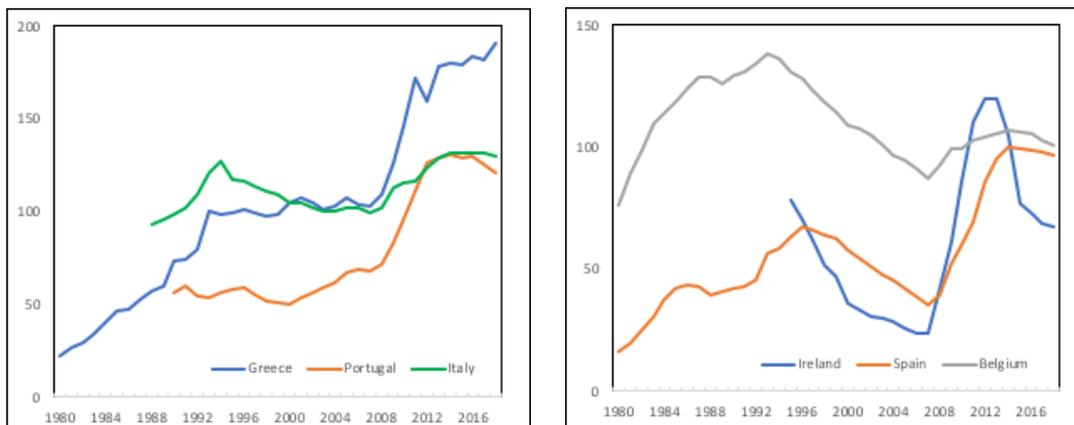


Figure 1. Dettes publiques (% PIB)

Source: Base de données WEO, IMF

### Les banques et la boucle diabolique

On a vu comment, en Irlande et en Espagne, l'effondrement des banques a obligé les gouvernements à emprunter pour prévenir un effondrement des systèmes bancaires. Cela signifie que la stabilité bancaire est un élément constitutif de la discipline budgétaire. Si la faiblesse des banques est une source de fragilité du gouvernement, l'inverse est également vrai. Les banques détiennent une part importante de la dette publique. Que celle-ci soit mise en doute, et que sa valeur baisse, les banques sont directement impactées, comme on l'a vu en Grèce et au Portugal. Cette relation bidirectionnelle, la boucle diabolique, a constitué un maillon faible de l'architecture de la zone euro. L'union bancaire a été la réponse après la crise, mais elle demeure inachevée. Améliorer la supervision et la réglementation bancaire, ce qu'apporte l'union bancaire, ne suffit pas car il est impossible d'éliminer le risque d'instabilité financière. Il faut aussi briser la boucle diabolique. Trois mesures manquent.

La première consiste à déconnecter l'effet d'une crise bancaire sur les finances publiques. Les pays membres doivent avoir accès aux ressources, considérables, qui doivent être injectées dans les banques en crise, pour garantir les dépôts bancaires (jusqu'à un certain seuil) et pour organiser, au besoin, la mise en faillite – pudiquement appelée résolution – des banques devenues insolubles.

La deuxième mesure concerne la pratique de la résolution bancaire. Fermer une banque nécessite de décider qui en subira les conséquences, et à quelle hauteur. Les actionnaires, les détenteurs de dette bancaire et les gros déposants risquent de subir de très importantes pertes. Dans tous les pays, les banques et leurs obligés constituent des groupes de pression particulièrement puissants. C'est pour réduire la puissance de ces groupes de pression que l'union bancaire prévoit une autorité de résolution européenne, mais elle n'a pas prévu de sup-

primer les autorités de résolution nationales. Le résultat est une architecture compliquée, qui garantit des interventions politiques à un moment où il est essentiel d'agir vite tout en protégeant les contribuables. Il importe de constituer une autorité de résolution unique, européenne.

La troisième mesure doit contenir l'impact des difficultés de la dette publique sur les banques. La solution consiste à limiter les montants de dette publique détenus par les banques. Bien connue, une telle mesure est combattue par les États et les banques. Les États souhaitent pouvoir continuer à compter sur leurs banques pour financer leurs emprunts. Les banques savent qu'en cas de besoin, les gouvernements voleront à leur secours ne serait-ce que pour ne pas mettre en péril des dettes publiques. La boucle diabolique crée une communauté d'intérêts croisés entre chaque gouvernement et ses banques, aussi dangereuse qu'appréciée par ceux qui en profitent.

### **Une banque centrale bridée**

Les dirigeants de la BCE aiment rappeler que ses statuts lui assurent un très haut degré d'indépendance. En même temps, toutes les décisions sont toujours justifiées en faisant référence à son mandat. Or le mandat est inhabituellement limitatif, essentiellement consacré à la stabilité des prix. Une banque centrale est bien plus que cela. Elle doit aussi être responsable de la stabilité financière. À ce titre, elle doit pouvoir intervenir, en cas de crise, comme prêteur en dernier ressort à l'égard de la dette publique et des banques.

Pourquoi la crise des dettes souveraines, qui a éclaté à la suite de la grande crise financière de 2008, n'a frappé que certains pays de la zone euro ? La dette japonaise était alors près du double de celle de la Grèce, celles des États-Unis et de la Grande Bretagne étaient conséquentes et en croissance rapide. Les marchés financiers ne sont pas défiés de ces dettes parce qu'ils savaient que les banques centrales de ces pays interviendraient immédiatement pour les soutenir en cas de pression. Or, ce qui fait des banques centrales un acteur uniquement puissant c'est qu'elles peuvent décider en un instant d'acheter en quantité illimitée des bons du trésor. Les marchés financiers sont très gros, mais leurs moyens ne sont pas illimités. Entre eux et une banque centrale la lutte est inégale.

C'est de là que vient l'importance fondamentale des prêts en dernier ressort. Pour ne pas encourager l'indiscipline budgétaire ou les prises de risque inconsidérées de la part des banques commerciales, les banques centrales ne s'engagent jamais à l'avance à intervenir comme prêteurs en dernier ressort.

Mais les marchés savent bien qu'elles le feront en cas de nécessité absolue. Cette certitude est ce qui assure la stabilité financière ou, du moins, fait que les crises financières sont rapidement contenues. C'est ce que l'on a vu aux États-Unis, en Suisse et en Grande Bretagne en 2008, mais pas en Europe. La BCE n'a pas de mandat pour intervenir comme prêteur en dernier ressort. Pire même, l'hostilité de l'Allemagne à de telles interventions, qui pourraient conduire à des aides aux pays 'mal gérés', est de notoriété publique. Les marchés n'ont pas hésité lorsqu'ils ont eu des doutes sur la dette grecque. La BCE est intervenue, mais de manière strictement et très explicitement limitée. L'absence de réaction illimitée de la BCE a convaincu les marchés que les dettes publiques des pays membres de la zone euro étaient attaquables. Il a alors fallu plus de deux ans pour que le Président de la BCE, Mario Draghi, puisse prononcer en 2012 sa fameuse expression « whatever it takes », donc une annonce d'intervention illimitée. Ce jour-là, la crise a commencé à refluer. La BCE n'a d'ailleurs pas eu besoin d'intervenir, la simple annonce a suffi. Mais durant ce long délai, la crise s'est propagée.

Cette annonce avait été négociée à l'avance avec la Chancelière allemande, qui n'a pas suivi le Président de la Bundesbank dont l'hostilité était bien connue. Ceci montre que la BCE n'est pas aussi indépendante qu'elle le prétend, puisqu'elle a éprouvé le besoin d'obtenir au préalable l'assentiment du gouvernement allemand avant de remplir son rôle de banque centrale. Mais ce rôle était en dehors de son mandat, même si elle affirme le contraire en argumentant qu'il s'agissait pour elle d'éviter l'éclatement de la zone euro. La meilleure preuve est qu'elle a dû préciser que ce genre d'intervention était limité aux pays déjà au bénéfice d'un programme de bailout, autrement dit trop tard.

La situation est même plus grave que cela. Parce que son mandat est tronqué, la BCE doit l'interpréter lorsque des circonstances graves se présentent et, au besoin, prendre le risque politique de voir son interprétation mise en doute. Deux fois déjà, des juristes allemands, parfaitement incompetents sur les questions monétaires, ont saisi leur Cour constitutionnelle, tout aussi incompetente, pour dénoncer les actions de la BCE, dont le « whatever it takes ». La Cour a eu la sagesse de s'en remettre à la Cour Européenne de Justice, qui n'a pas censuré la Cour allemande, mais la menace demeure.

Plus grave encore, le fait que la BCE doive interpréter avec prudence son mandat, implique que son action dépend de l'acuité des analyses de son Directoire de six membres. Si en 2012, un nombre suffisant de ces membres ont compris la nécessité absolue d'intervenir de manière illimitée, rien ne garantit que ce sera toujours le cas – et ce ne fut pas le cas en 2010, avant un renouvellement important du Directoire. Or les membres sont choisis par les Chefs d'État et de

gouvernement au terme d'un marchandage qui fait intervenir des questions de nationalité avec des places réservées pour les plus grands pays, de genre, et de partage d'autres postes européens. Un autre maillon faible.

### **Les dettes publiques**

Plusieurs pays de la zone euro ont émergé de la longue période de crise avec des dettes particulièrement élevées. Le service de ces dettes est coûteux et a un effet négatif sur la croissance. Surtout, une dette élevée crée un risque de crise inopinée, et constitue un maillon faible. La vision actuelle est que la manière de réduire les dettes publiques est la discipline budgétaire. C'est exact, mais il faudra de nombreuses années pour sortir de la zone dangereuse dans laquelle se trouvent quelques pays. Il est donc utile d'examiner si d'autres solutions existent.

Une solution est un défaut, qui peut être partiel. Mais l'existence de la boucle diabolique rend le remède aussi toxique, sinon plus, que la maladie. Une autre solution est la mutualisation des dettes publiques au sein de la zone euro. De nombreuses propositions ont été avancées dans ce sens, souvent par les pays endettés. Elles sont catégoriquement rejetées par les pays dont la dette publique est faible. Le défi est donc de réduire les dettes sans impliquer des transferts entre pays.

Le plan PADRE permet de relever ce défi.<sup>1</sup> Il peut être résumé de manière simplifiée comme suit. La BCE achète sur les marchés financiers une partie des dettes publiques. Non seulement ces dettes sont retirées des marchés où elles suscitent l'inquiétude, mais elles disparaissent alors *de facto*. En effet, les gouvernements continuent de servir leurs dettes détenues par la BCE, qui en tire des profits. Comme la banque centrale cède ses profits aux gouvernements, il s'agit simplement d'un aller-retour comptable sans coût pour le gouvernement. Il n'y a aucun transfert entre pays si les dettes sont achetées par la BCE dans la même proportion que les profits sont distribués, c'est-à-dire la part de son capital détenu par chaque pays. Pour assurer la disparition progressive de ces dettes, chaque pays abandonne son droit au profit de la BCE jusqu'à leur remboursement total.

---

<sup>1</sup> Pierre Pâris et Charles Wyplosz, "PADRE: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone", *Geneva Report on the World Economy Special No3*, CEPR, London 2014.

Que ce soit cette solution qui soit retenue, ou une autre, ce qui compte c'est de réduire la taille des dettes publiques afin de diminuer fortement le risque d'une nouvelle crise des dettes souveraines. L'impression qu'un retour des crises est lointain encourage les autorités à ne pas prendre en considération le problème des dettes publiques élevées, mais c'est durant les périodes calmes que se prépare la tempête. D'ailleurs, une opportunité se présente. En achetant environ 30% des dettes publiques dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif, la BCE a déjà accompli la première partie du plan PADRE. Pour la deuxième partie, il suffit de remplacer la normalisation prévue, la revente graduelle de ces dettes, par la deuxième partie du plan, la suspension du versement des profits de la BCE aux gouvernements.

### **Conclusion**

En dépit des mesures prises depuis la crise, la zone euro continue de souffrir de plusieurs vulnérabilités importantes. Celles-ci sont bien identifiées, pour la plupart, depuis la création de la monnaie unique. Ce sont des questions techniques, peu aptes à intéresser les opinions publiques. Il est donc normal que les autorités préfèrent se focaliser sur des projets de relance de l'intégration européenne, aussi symboliques que possible.

C'est une grave erreur. D'abord parce que l'état actuel des opinions publiques exclut toute action d'envergure et que des actions purement symboliques risquent fort d'être identifiées comme telles, accentuant encore la défiance envers l'Europe. Ensuite parce qu'une nouvelle crise de la zone euro aura le même effet, en pire, que la précédente, celui de renforcer le rejet des élites et de la construction européenne. Prévenir une nouvelle crise n'est certes pas glorieux, mais c'est indispensable.



## Commentaire

Fausto de Quadros

La monnaie unique, l'euro, est une monnaie fédérale – concernant ce point, il semble que nous sommes tous d'accord. Cependant, si nous avons déjà une monnaie unique d'un point de vue formel, nous n'avons pas encore une union monétaire fédérale du point de vue matériel. Ceci dit, les États membres, les responsables politiques et même quelques universitaires, s'ils conçoivent la zone euro comme une réalité économique, oublient son encadrement institutionnel, à savoir le cadre juridique et politique qu'elle doit nécessairement avoir. Il en résulte une dysfonction sérieuse pour la zone euro et pour la monnaie unique.

Par conséquent, il s'avère urgent de donner à la monnaie unique un cadre institutionnel compatible avec sa caractéristique de monnaie fédérale. Il est nécessaire d'obtenir une symétrie entre, d'une part, l'euro en tant que monnaie unique, et, d'autre part, son environnement juridique. Lorsqu'on parle de réformer ou améliorer l'euro, cela doit également se traduire par une amélioration et une mise au point de la zone euro en tant que phénomène juridique et politique.

Les éléments essentiels de ce cadre institutionnel doivent être les suivants:

1 – la Banque Centrale Européenne doit devenir une banque fédérale (à voir par la suite si le modèle doit être celui de la *Bundesbank* ou de la Banque fédérale des États-Unis). La BCE doit avoir désormais plus de pouvoirs supranationaux, ce qui doit inclure des pouvoirs de contrôle, de supervision et de coercition sur les États, afin de garantir, de leur part, la discipline financière, monétaire et budgétaire qui est nécessaire pour donner une cohérence à l'union monétaire dans son ensemble. L'union bancaire est déjà un signe de cette évolution mais cela n'est pas suffisant. La situation actuelle permet une inadéquation et un manque de coordination entre les politiques nationales des États et cela compromet évidemment l'union monétaire ;

2 – il est nécessaire d'accorder une légitimité démocratique à la zone euro, de deux manières: en faisant participer le Parlement européen à l'union monétaire (cela n'a pas de sens que le seul organe de l'Union qui est élu par les citoyens européens ne participe pas à l'union monétaire) ; et en faisant participer la BCE au processus législatif en matière d'union monétaire au niveau du Parlement, du Conseil et de la Commission, dans certains cas à titre de co-décision (article

289, paragraphe 1, du TFUE), dans d'autres au titre de la procédure législative spéciale (article 289, paragraphe 2, du TFUE) ; et, dans d'autres, au titre d'un pouvoir d'initiative analogue à celui qui est attribué à la Commission (article 17, paragraphe 2, du TUE), ou d'un pouvoir d'initiative indirecte analogue à celui attribué par le TFUE au Conseil (article 241) ou au Parlement européen (article 225) ;

3 – la zone euro doit avoir un budget propre ;

4 – il ne faut pas établir une obligation pour tous les États membres de l'Union de faire partie de la zone euro. Il y a des États qui, pour des raisons de nature économique ou politique compréhensibles, ne veulent pas ou ne peuvent pas faire partie de la zone euro. Autrement dit, l'union monétaire doit continuer à être, comme jusqu'à présent, une coopération renforcée ;

5 – le critère de « durabilité sociale » doit être inclus dans la zone euro, afin d'utiliser une terminologie qui est chère au Parlement européen. C'est-à-dire qu'il faut définir un niveau minimum (standard minimum) pour les sacrifices qui doivent être imposés aux citoyens en cas de crise économique ou financière. Il n'est pas acceptable de répéter les sacrifices excessifs et disproportionnés qui ont été imposés à la subsistance de travailleurs, de retraités et de jeunes lors de la crise de 2011. Cela porte atteinte aux valeurs mentionnées à l'article 2 du TUE, et concrétisées dans diverses dispositions de la Charte des Droits fondamentaux de l'Union Européenne, notamment la dignité de la personne humaine, la justice, la tolérance et la solidarité.

## Eurozone and the European Union's aspiring countries

Miroslav N. Jovanović

My comments about the future of the euro are limited this time to the economic aspects of the possible introduction of the euro in the European Union's (EU) candidate countries. These comments refer to the promises given to the countries that use the euro, to achievements of the eurozone and needs of the candidate countries.

Monetary integration is the area where real and deep integration is tested. The eurozone, with the euro as the common currency, is the crown jewel in the European integration project. Even though the euro is (together with enlargements) among the greatest EU's success, it also represents its weakest link which is instead of integrating eurozone countries creating not only economic divisions, but also political rifts.

The process of EU monetary integration was technically based on a political compromise in the Maastricht Treaty, rather than on initially sound economic basis.<sup>1</sup> Stiglitz argued that

The euro was a system almost designed to fail. It took away governments' main adjustment mechanisms (interest and exchange rates); and, rather than creating new institutions to help countries cope with the diverse situations in which they find themselves, it imposed new strictures – often based on discredited economic and political theories – on deficits, debt, and even structural policies.<sup>2</sup>

The initial diversity among the eurozone countries, both economic, institutional and behavioural were great and unfriendly with monetary integration.

The eurozone started out among 11 EU member states<sup>3</sup> in 1999. The euro as the eurozone *über*-currency started circulation in 2002. It was the most ambitious project in Europe since the Bolshevik Revolution (1917). No currency has circulated in Europe so widely since the Roman Empire. The introduction of the euro

---

<sup>1</sup> A survey of theory of monetary integration may be found in Miroslav Jovanović, *The Economics of international Integration*, Cheltenham, Edward Elgar, 2015, 736 p.

<sup>2</sup> J. Stiglitz, 'Can the Euro Be Saved?', *Project Syndicate*, 13 June 2018.

<sup>3</sup> Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, Luxembourg, the Netherlands, Portugal and Spain. Greece was allowed to join the eurozone in 2001.

in January 1999 was the biggest currency innovation since the introduction of the United States (US) dollar in 1792. In general, the conditions set for the eurozone were a political decision/compromise with little regard for the suggestions/conditions that came from economic theory. Not only economic theory, but also rich experience suggests that for a successful and long-lasting monetary integration the group needs to have from the start at least:

- automatic stabilisers (including fiscal transfers),
- common federal-type budget,
- fiscal and banking unions (including deposit insurance),
- system for orderly default on public debt and
- dispute resolution mechanism.

Unfortunately, politicians that created the eurozone defied those principles.

There were advance warnings being voiced about a possible train crash in the making well before the eurozone came into effect in 1999. As early as 1997 Jovanović (1997, p. 67-68)<sup>4</sup> argued in favour of the postponement of the implementation of the eurozone as the conditions were not yet becoming for such a crucial integration step. At that time, the fiscal and banking union requisitioned for a single currency area were not in place. They still aren't. The same holds for automatic stabilisers. Harbouring doubts about the premature adoption of the euro, 155 university professors of economics from Germany signed a declaration in 1998 for an orderly postponement of the implementation of the eurozone.<sup>5</sup> The reasons pertained to the unsuitable economic conditions in Europe.

It is hard for two economists to agree on anything; having a choir of 155 of them chanting with one voice is an extraordinary occurrence.

When the eurozone was created and the cherished German mark abandoned, the explicit and implicit promise made by the EU elite to the Germans and others in the eurozone was that the euro, a new *über*-currency, would:

- be a 'glorified version' of the German mark;
- bring perpetual growth and prosperity to everyone, hence solidarity among the participating countries would be enhanced;
- be stable;

---

<sup>4</sup> M. Jovanović (1997). *European Economic Integration*. London: Routledge.

<sup>5</sup> W. Koster et al., 'German economics professors convinced "orderly postponement" of euro essential', *Financial Times*, 9 February 1998.

- that financially thrifty countries would not have to bail out prodigal ones; and
- that German taxpayers would not foot the bill for all of the above.

Were those promises honoured and delivered? Apart from stability of the euro on the international money market, there was nothing else that all users of the euro in the eurozone enjoyed. Many would trade that stability for economic growth. What the people have seen and experienced in the eurozone were as follows:

- the banking fiasco (2008),
- austerity (as devaluation is not possible),
- debt,
- the eurozone mess (2011),
- zero or anaemic *real* growth,
- tensions within the EU,
- uncertainty,
- high unemployment (especially among the young),
- rising poverty,
- gap between rich and poor EU countries that remains large,
- disenfranchised citizens (democracy suffered),
- public protests,
- decline in public investments,
- weak banks (especially in the south),
- deterioration in public services and
- economic pain.

The eurozone, however, 'works well' in terms of employment, exports and growth only for Germany and, perhaps, the Netherlands and Austria. All EU countries must have open national markets for German goods and no country may devalue to compete with German exporters.

Commenting on the eurozone troubles, Mody (2018, p. 459)<sup>6</sup> stated:

The inevitable adversity that would test the eurozone came as the global financial crisis in 2007 and then continued as multiple rolling eurozone banking and sovereign debt crises through to 2013. During these years, the euro caused the most damage in the weakest eurozone countries, widening existing income disparities between member nations. Without their own currencies to devalue, the southern countries

---

<sup>6</sup> A. Mody (2018). *Euro Tragedy: A Drama in Nine Acts*. Oxford: Oxford University Press.

struggled to recover from the repeated economic shocks. The crises left even France hobbled with high debt and youth unemployment problems familiar to the southern group of countries. In contrast, the strongest survived the best. The German economy came out virtually unscathed.

This created sharp tensions between the southern eurozone countries and Germany.

The EU countries that strive to join the EU such as Albania, Bosnia and Herzegovina, Moldova, North Macedonia, Serbia or Ukraine have a history of monetary 'indiscipline'. The introduction of the euro would provide the basis for a certain monetary security and stability. This would be a positive confidence-related affair. However, stability, i.e. too much stability and strict rules have a side effect. They choke economic policy intervention often necessary to sustain or stimulate economic growth.

Economic growth is one of the principal cures for almost all economic 'illnesses'. One observes that eurozone rules are blocking economic policy and growth in almost all eurozone countries. Italy, for instance, did not have real economic growth since the introduction of the euro in 1999. One generation of Italians is seriously concerned about that. In addition, economic/financial disaster in Greece and the type of solidarity that was given to this country should be kept in mind by countries that aspire to join the eurozone.

In spite of great hopes and political support, the eurozone has been in general a failure.<sup>7</sup> As it is constructed, the eurozone failed to deliver growth to the participants and it contributed to various discords. Eurozone template one-size-fits-all architecture and policies (strict rules and punishments) need to be changed if the support for the euro is to have a wide and long-term internal support. Economists would suggest on the basis of theory and rich experience the following supporting federal institutions:

- a federal budget (managed by a minister),
- fiscal transfers to the ones in trouble (automatic stabilisers),
- changes are necessary in the existing fiscal rules that choke growth,
- the mandate of the European Central Bank should be changed to include economic growth and fight against unemployment,
- banking union with a common insurance of deposits,

---

<sup>7</sup> H. Herr, J. Priewe and A. Watt (eds) (2019). *Still Time to Save the Euro*. Berlin: Social Europe Publishing.

- common bonds (for this, a collective vision of a shared future is necessary),
- dispute resolution mechanism, especially to manage insolvent countries, and
- political union.

Without such changes, one may be witnessing a slow motion train crash of the eurozone monetary alchemy.

In the current situation overwhelmed with crisis, anemic growth and uncertainty, countries that are outside the eurozone (and outside the EU) face two hard choices:

- one is to join the currently dysfunctional eurozone in a formal or informal way and to gain too much stability or
- to keep national currencies, manage them prudently and have an important economic policy tool that may be used to stimulate growth and employment.

The EU-aspirant countries are at a much lower level of development than are the eurozone countries. The choice on what is more important (stability or growth) belongs to those EU-aspirant countries. Insights on what may be chosen as the policy action and what may be the consequences of choices may be found in the experiences and policies in countries that are in the eurozone such as Greece, Cyprus, Portugal or Spain on one hand, and in those countries that are outside the eurozone such as Sweden, Switzerland, Norway, Iceland, The Czech Republic, Hungary and Poland, on the other.



## **Conclusions**



## Conclusion

Sandro Gozi

D'abord, je voudrais vous remercier tous. Je crois que cela a été très enrichissant, très utile pour le travail que nous allons entreprendre, c'est-à-dire essayer de voir quelles sont les pistes à tracer pour la recherche et pour de nouvelles propositions.

En rapport à la première partie de la journée, je crois que la question qu'il faut se poser, c'est celle de la place et du rôle de la Zone euro et du marché unique dans le nouveau contexte géopolitique global. On a indiqué clairement quels étaient les choix des époques antérieures : Plan Marshall, marché commun, monnaie unique... Cela faisait partie de l'organisation d'une partie du monde, et c'était parfaitement transatlantique. Ce qu'on faisait au niveau européen à l'époque de la Guerre froide était une contribution à un effort de stabilisation qui était transatlantique.

Mais aujourd'hui, on est dans un désordre global. Il n'y a plus de consensus transatlantique, notamment sur quel type de multilatéralisme adopter, à supposer que l'on préfère toujours le multilatéralisme des deux côtés. Donc lorsqu'on réfléchit sur le rôle de la Zone euro, on doit poser aussi la question du rôle international de l'euro, en lien aux aspects de politique industrielle, de politique de la concurrence... Voilà à mon avis la première piste de réflexion.

La deuxième est celle de l'opinion publique. L'Italie a été souvent évoquée. Moi, je pose la question de l'opinion publique allemande. Je crois qu'il y a eu un travail qui n'a pas été fait suffisamment sur l'opinion publique allemande. Et s'il l'avait été, peut-être aurait-on aujourd'hui beaucoup moins de résistances de la part des décideurs politiques allemands, qui n'ont guère de marge de manœuvre vis-à-vis de leur opinion publique. La manière dont on doit gérer, dans les différents pays, la question de l'opinion publique est à coup sûr un élément important pour assurer la survie et un meilleur avenir de la Zone euro.

Évidemment, la dimension politique a été évoquée plusieurs fois. Aujourd'hui on a deux écoles de pensée : la première estime qu'il faut remettre à plat pas mal de choses, qu'il faut entrer dans une nouvelle phase politique, et donc poser la question de la révision des traités, poser la question de l'union politique ; la deuxième école part du principe qu'on n'a pas de marge pour faire cela, qu'on ne peut aller de l'avant que pas à pas... mais alors, on commence par quoi ? Par l'achèvement de l'union bancaire, par la révision des règles du Pacte de stabilité

et de croissance? Par quoi devrait commencer la nouvelle législature européenne qui va s'ouvrir dès le 2 juillet de cette année ?

Un autre aspect concerne les réformes qui permettraient d'avoir un véritable contrôle et une véritable souveraineté au niveau européen. La question de l'indépendance et de la souveraineté européenne a été évoquée. C'est autour de ce débat entre « indépendance formelle » et « souveraineté réelle », entre « contrôle formel » et « reprise de contrôle réel » que le débat sur les institutions et les nouvelles institutions possibles de la Zone euro va se développer.

Il faut remettre un peu d'équilibre dans le mode de gouvernance. D'un côté on a des règles trop complexes et trop contraignantes selon certains; et de l'autre, des règles bonnes, mais pas assez contraignantes. C'est la question du Pacte de stabilité et du MIP (*Macroeconomic Imbalance Procedure*). Comment arriver à un rééquilibrage des différents paramètres ?

D'après moi, la dimension sociale est fondamentale. Il faut prévoir la prochaine crise, en tout cas faire en sorte que la prochaine crise n'ait pas le même impact social qui est devenu un impact politique avec la montée des divers populismes. Car ces derniers se sont nourris de l'impact social trop important qu'ont eu dans certains États les mesures d'ajustement introduites pendant la crise financière.

Par rapport à la question de la solidarité, quels instruments sociaux de solidarité, pas seulement de solidarité financière, mais de solidarité sociale doit-on introduire en cas de prochaine crise ? Il a été rappelé, la proposition que j'avais faite, d'une assurance chômage complémentaire au niveau européen. Est-ce que c'est une piste ? Est-ce qu'il y a d'autres pistes de ce genre ? Je crois que ce sont des choses sur lesquelles il faudra sans doute réfléchir.

Élaborer les orientations budgétaires au niveau européen, ou seulement au niveau national ? Doit-on toujours laisser 90% à la dimension nationale, ou faut-il donner beaucoup plus d'importance à des orientations générales définies au niveau européen, en tenant compte du scénario global ? Voilà un autre thème, me semble-il, qui mérite d'être creusé.

Quel projet d'avenir et quelles nouvelles régulations face aux défis globaux ? Ce fut la dernière partie de notre discussion : comment promouvoir une nouvelle politique de l'investissement et dans quels domaines ? Dans ces domaines, comment assurer une nouvelle réglementation ? On doit se donner les moyens de nos ambitions et de nos engagements : la question de la lutte contre le changement climatique et la question environnementale, la question du numérique (qui est à la fois de l'ordre des investissements et des nouvelles régulations) sont des questions fondamentales. Et ces questions seront, à mon avis, les

priorités autour desquelles vont se développer les débats, mais aussi les travaux, de la prochaine législature européenne.

Et puis, une dernière question: comment combler le retard accumulé en Europe dans le domaine technologique? C'est fondamental. Sur les 200 plateformes numériques les plus importantes, seulement quatre sont européennes. Les autres se situent entre Pékin et la *East Coast* (Washington et la *Silicon Valley*). En tant qu'Européens, c'est une question de société, de droits fondamentaux par rapport aux données personnelles, et c'est une question de politique industrielle...

## Réflexions ouvertes sur l'avenir de la Zone euro

Dusan Sidjanski

L'avant-garde qu'est la Zone euro est progressivement sur la voie de la consolidation. Certes, elle n'a pas réalisé les projets du premier Président de la BCE, Jean-Claude Trichet, tels que le fédéralisme fiscal et l'union bancaire. Mais la Zone euro et l'euro, en dépit de leurs convulsions et de la crise dévastatrice notamment dans les pays du Sud, ont réussi, après tant d'années de souffrances et de baisses de niveau de vie provoquant des dépressions, à émerger et à sauver l'euro ! Une certaine autosatisfaction des dirigeants européens<sup>1</sup> ne contribue pas à faire disparaître les maillons faibles de la Zone euro<sup>2</sup>. Il n'en est pas moins vrai que l'euro, du fait de son usage quotidien, bénéficie d'un large soutien des acteurs économiques et des citoyens européens, comme le rappelle l'ancien Président de la BCE. Le soutien des Français a ainsi contraint Marine Le Pen à non seulement cesser ses attaques contre la monnaie européenne, mais aussi à s'y rallier sans faire trop de bruit ! L'euro occupe une place centrale en sa qualité de symbole souverain de l'Union et de facilitateur des échanges, notamment des PME et au-delà.

Je ne puis pourtant m'empêcher de rappeler la mise en garde de Merkel et Hollande : la mort de l'euro serait la fin de l'Union. D'où les sacrifices imposés aux peuples européens, allant à l'encontre des promesses de prospérité et de paix au sein d'une union démocratique. Dans l'ensemble, les effets de la politique d'austérité ont fait le lit des extrémistes de droite et de gauche, et provoqué la colère populaire et facilité des prises de pouvoir par des forces populistes, nationalistes de tragique mémoire.

Ce sont des courants autoritaires visant en majorité la déstabilisation de l'Union et de la démocratie en Europe. Ainsi l'Union des valeurs fondamentales européennes, renforcées au fil des traités, devient de fait incapable de faire respecter ses valeurs.

---

<sup>1</sup> Voir les récentes conférences de presse du Président de la Commission Jean-Claude Juncker, qui fut le premier Président de l'Eurogroupe et promoteur du Plan Juncker. Ce plan ouvre une perspective, mais sa faible dotation en ressources limite sa capacité de redonner l'élan au manque de croissance.

<sup>2</sup> Voir la contribution de Charles Wyplosz au présent ouvrage.

Se souvient-on du petit ouvrage de Kant sur la Paix universelle dont une des conditions est l'harmonie et la cohésion entre les Républiques membres ? Dans les États fédéraux, l'Exécutif fédéral a la responsabilité de veiller au respect des droits humains et des normes démocratiques tout en préservant « l'unité dans la diversité » et les identités européennes nationales et régionales. En même temps, j'insiste sur le "leitmotiv" de Karl W. Deutsch : les Unions et les Fédérations qui ont réussi ont bénéficié de la dynamique d'un « noyau fédérateur politique ». Sous une autre forme, c'est l'appel du Président Macron en faveur d'une Europe souveraine, unie et démocratique, l'Europe souveraine en marche.

À la suite de l'éclairage sur l'histoire mouvementée du projet d'intégration monétaire européenne, Ivo Maes conclut qu'il s'agit d'un projet politique. Il ajoute qu'à l'origine la France et l'Allemagne avaient des conceptions diamétralement opposées en matière de politique économique. La convergence des conceptions politiques ciblant la stabilité a été une condition indispensable à la réalisation de l'UEM. Je me demande si ces conceptions opposées n'ont pas été un obstacle à l'avancement parallèle de l'union économique par rapport à l'évolution de l'union monétaire. Cette histoire mouvementée est complétée par le rôle des grandes entreprises européennes dans l'avènement de l'union monétaire et de la crise, thème qui est l'objet des recherches que mène Christakis Georgiou au sein du *Centre de compétences*. Ayant pris part à quelques-unes des réunions de l'Association pour la monnaie commune, j'ai été témoin de son apport à la promotion de l'euro dans le but de contribuer à la stabilité des taux de change fluctuants qui rendaient plus difficiles les échanges pour les PME par rapport aux activités des entreprises géantes. La monnaie unique devait conduire à plus de stabilité économique en facilitant les investissements et en accroissant les échanges dans l'espace européen.

En observateur direct, Jean-Pierre Roth a apporté son témoignage sur l'importance pour la Suisse de la stabilité de la Zone euro. Dans sa contribution, l'ancien Président de la Banque nationale suisse a mis l'accent sur la convergence et la solidarité qu'il a estimé être les facteurs-clés de la stabilité de la Zone euro, tout en identifiant quatre directions susceptibles de faire progresser l'union monétaire : en priorité mieux intégrer les systèmes financiers des 19, une fluidité parfaite ne pouvant être atteinte que par une solidarité communautaire accrue face aux risques de défauts bancaires. Il préconise de pénaliser les déséquilibres des comptes bancaires dans Target, et de forcer la conversion des soldes des banques centrales ainsi que de renforcer la solidarité financière entre les pays membres. Il termine en revenant aux origines de l'union monétaire qui

devrait être accompagnée par l'union économique, de même que par une intégration politique.

Cette intervention de Jean-Pierre Roth a été suivie par le commentaire de Jacques de Watteville qui a présenté l'importance que revêtent l'euro et la Zone pour les finances d'un Canton et sa Banque cantonale. Par ailleurs, Miroslav Jovanović a rappelé l'attrait que l'euro exerce sur le voisinage de l'UE.

Nous avons apporté notre contribution à la réforme de l'Union économique qui a pris beaucoup de retard sur l'Union monétaire. Celle-ci a besoin à son tour de s'aligner sur l'Union des 28 en réalisant une réforme profonde pour pouvoir confirmer que l'euro est irréversible. Notre apport à la suite de l'approbation du Rapport et des « pré-décisions » de l'Eurogroupe<sup>3</sup>, vise à fortifier la Zone euro en prévision d'autres secousses annoncées par le FMI. La Zone euro est-elle suffisamment armée ? Le doute me ronge !

Nous nous sommes concentrés principalement sur le contenu financier et économique de la Zone euro et sur des instruments de consolidation de l'avant-garde. Nous n'avons pas eu suffisamment de temps pour analyser les structures institutionnelles et leur fonctionnement en vue de recommander leurs réformes en conformité avec l'architecture et le fonctionnement de l'Union Européenne. Or, la longue série de traités d'une Europe en marche qui s'avère lente et parfois trop hésitante, a consisté à se pencher, après avoir défini les avancées économiques, sur les structures institutionnelles les plus appropriées pour la mise en pratique de l'intégration économique ; sans pour autant revenir sur les progrès et les omissions<sup>4</sup>, ou sur l'oubli de l'approfondissement qui devait précéder l'élargissement à 28 membres, ainsi que sur la conditionnalité qui devait s'appliquer aussi aux nouveaux membres mais a été mise dans les oubliettes. Pourtant, devant la dérive de plusieurs membres, cette dernière se rappelle souvent à nous.

La Zone euro n'était-elle pas destinée à se développer dans le cadre institutionnel de l'Union comportant une institution telle la Commission, chargée de définir l'intérêt général européen et de formuler des propositions au Conseil et au Par-

---

<sup>3</sup> Sommet de la Zone euro, le 14 décembre 2018.

<sup>4</sup> Exemple : la réduction prévue initialement de réduire le nombre de membres de la Commission à 15.

lement européen pour leur adoption par codécision ?<sup>5</sup> À l'encontre de cette structure et du contrôle démocratique du Parlement européen sur la Commission, qui s'accompagne du contrôle juridictionnel par la Cour de Justice européenne, la Zone euro a remplacé cette architecture inspirée par les systèmes démocratiques, par un « organe informel », l'Eurogroupe, fonctionnant selon le mode intergouvernemental ! Dépourvu d'existence légale, il formule des propositions ou des pré-décisions que le « sommet de la Zone euro » entérine. L'Eurogroupe agit sous la domination des Grands sans aucune responsabilité devant le Parlement européen, ou la Cour de Justice, et sans appliquer la méthode communautaire, la codécision et le vote si nécessaire à la majorité qualifiée. Cette dérive ne devrait-elle pas être corrigée à la lumière de l'expérience de la méthode communautaire telle qu'elle s'applique dans le volet économique et social de l'Union ?

La Zone euro est destinée à rattraper l'Union sur la voie démocratique dans laquelle doivent s'engager les États membres qui ont choisi de se replier sur eux-mêmes au sein du groupe de Visegrad en faisant le choix de régimes autoritaires. Il faut introduire la conditionnalité à l'égard des États déviants ou en imposant des contrôles plus rigoureux sur ceux qui abusent des aides européennes et sont accusés de pratiquer la corruption à haute échelle et, au besoin, les contraindre à revenir à l'état de droit démocratique. C'est le rôle du gouvernement fédéral qui exerce son contrôle sur les États membres en accord avec la Constitution<sup>6</sup>.

La Zone euro ne peut exister à l'écart de l'Union européenne et doit épouser l'ambition démocratique. Elle qui incarne sur le plan financier et économique l'avant-garde, ne doit pas vivre dans l'obscurité, sans transparence, mais en revanche elle doit s'aligner sur un modèle démocratique. Le premier pas consisterait à attribuer un statut légal à l'Eurogroupe sous la forme d'une institution de haut niveau, laquelle travaillerait en collaboration rapprochée avec d'autres institutions. Elle serait transparente et responsable au sein de l'Union. Dès que possible l'Eurogroupe devrait adopter le modèle de la Commission européenne tandis qu'il se transformerait en Conseil des 19. Dans le même esprit, la Commission des 19 assumerait la responsabilité devant le Parlement européen. Parallèlement elle tisserait des liens étroits, en particulier avec la BCE. À son tour la BCE serait dotée de compétences élargies de garantie de soutiens, de

---

<sup>5</sup> Si une pareille institution avait existé ou au cas où la Commission dans sa composition réduite en aurait été chargée, la politique d'austérité aurait-elle pu être adoptée au lieu et en place de la solidarité ? J'en doute.

<sup>6</sup> Exemple de l'intervention de l'armée fédérale à Genève en 1936 à la suite d'un gouvernement communiste.

prêteur en dernier ressort, partageant des responsabilités en matière de promotion de la croissance, mais aussi au titre de la solidarité sociale, à l'exemple de la Réserve fédérale ou de la Bank of England. Ces nouvelles compétences complèteraient celles qu'elle exerce aujourd'hui.

Comme proposé par plusieurs d'entre vous, le Plan Juncker serait doté de moyens à la mesure de sa mission, en coopération avec la BCE et la BEI. Au sein de la Zone euro, le Parlement européen interviendrait dans sa dimension à 19.

Un exemple du rôle de l'Eurogroupe nous est présenté à la réunion des dirigeants de l'UE au « Sommet de la Zone euro » du 14 décembre 2018 qui a été l'occasion de discussions de la réforme de l'Union Économique et Monétaire. À l'issue de leurs discussions, ils ont approuvé dans leur déclaration les points suivants du rapport de l'Eurogroupe :

- Les modalités relatives à la réforme du Mécanisme Européen de Stabilité (MES) ;
- Les termes de référence du filet de sécurité commun du Fonds de Résolution Unique (FRU) ;
- La voie à suivre concernant l'union bancaire.

Ils ont également chargé l'Eurogroupe d'avancer les préparatifs concernant le budget de la Zone euro dans le cadre financier pluriannuel.

Avec Clément Beaune, nous avons constaté que l'euro a un fort ancrage dans l'opinion et que les citoyens ne sont pas prêts à l'abandonner. En revanche, la confiance mutuelle entre les pays membres s'est émiettée, comme en témoigne la prise de position des cinq membres de la Zone euro qui s'opposent à tout changement, les Pays-Bas en tête. Cela reflète le chacun pour son propre intérêt, qui forme la base des négociations au sein de l'Eurogroupe et aboutit souvent à l'adoption de la position de l'Allemagne, suivie par la France. C'est la différence fondamentale avec le procédé de la Commission qui, après consultation des principaux intéressés et acteurs ainsi que des experts « indépendants » provenant des administrations, établit le projet de proposition après avoir pris l'avis du COREPER. Ce processus permet de tenir compte non seulement des membres les plus puissants, mais également des États petits et moyens. De la sorte, sa proposition est un paquet qui tient compte des intérêts des pays membres comme de l'intérêt général européen. Sur cette base se déroulent les prises de position au Conseil et au Parlement. En revanche, à la base des pré-

décisions de l'Eurogroupe dominant des intérêts parfois contradictoires dont profite la première économie européenne ! Or, en s'alignant sur la méthode communautaire, compte tenu de la particularité de l'euro, on s'engage dans la voie du partage de la souveraineté qui renforce les souverainetés des États membres. Soit un véritable outil de notre souveraineté nous permettant d'être plus souverains unis que séparés<sup>7</sup>, capables de tenir le rang parmi les puissances qui dominent la scène mondiale. Unis, nous serons en mesure d'assumer nos responsabilités de deuxième monnaie après le dollar et de puissance économique mondiale.

Le signe encourageant est donné par la Commission, dont les propositions concernant l'Union Économique et Monétaire (UEM), favorisent les solutions à l'intérieur du traité de Lisbonne. Face à des recours durant la crise à des configurations intergouvernementales, la Commission a proposé d'intégrer ces accords dans le cadre communautaire<sup>8</sup>. C'est une voie à suivre !

Cependant, il nous faut admettre que le doute grignote notre conviction quant à la survie de l'euro dans sa structure actuelle. Car au fond de nous, nous savons qu'aucune monnaie n'a survécu sans une Union politique et sans une solide base économique. Sans une Autorité politique, la survie à long terme de l'euro, et partant de l'Union européenne, n'est pas garantie.

Il ressort des expériences de formation de Communautés ou États fédéraux, que l'impulsion vers une Union politique disposant de pouvoirs souverains est souvent le résultat d'une convergence des valeurs et des objectifs partagés face aux menaces extérieures notamment. Or, l'Union européenne est confrontée à présent à des menaces multiples et à des défis gigantesques. C'est pourquoi le moment est décisif pour faire le choix de l'Union unie et démocratique en créant un noyau dynamique et fédérateur capable d'entraîner l'ensemble des États membres dans un élan vital. Je me demande si pour rester dans le cadre de l'Union, il ne faudrait pas avancer en recourant à la « coopération renforcée » pour consolider et revitaliser une avant-garde en perte de vitesse. C'est remettre avec force l'Europe en marche vers l'Europe souveraine du Président Macron. Ainsi pourrait-on arrêter le processus de fragmentation de l'Union et retrouver la foi dans une Europe unie. En sortant lentement de la crise existentielle, l'Union renaissante reprendrait sa marche vers l'Europe souveraine. Ce dernier épisode

---

<sup>7</sup> Voir la contribution de Clément Beaune au présent ouvrage.

<sup>8</sup> Voir la contribution au présent ouvrage de Maya Jollès et José Leandro sur l'approfondissement de l'UEM.

de ma vie, je souhaite ardemment en être témoin. Je tiens à vous exprimer ma profonde reconnaissance pour vos remarquables contributions.

Parmi les défis mondiaux s'impose la question vitale de l'énergie-climat qui mobilise la jeunesse européenne. Suit la question de la biodiversité que le Rapport de l'ONU vient de décrire comme étant dans un état avancé de destruction. Avant de s'attaquer à cette nouvelle menace sur la vie de notre planète, Michel Aglietta esquisse un projet du financement de la conversion de l'industrie à une énergie propre et durable. En parallèle à la priorité qu'accorde le message aux Européens du Président Macron qui, en Européen engagé et visionnaire, propose la création d'une « Banque européenne du Climat » pour financer la transition écologique.

Afin d'accomplir un saut décisif, l'Union et son noyau politique reposent sur l'impulsion que l'on attend du couple franco-allemand et du noyau fédérateur. À l'appel lancé par le Président Macron aux Européens pour la Renaissance de l'Europe, la réponse de la successeuse d'Angela Merkel, Annegret Kramp-Karrenbauer, est molle et décevante. La future Chancelière allemande aura à affronter la montée en force du parti néo-nazi AfD qui porte l'ambition hégémonique de l'Allemagne « über alles ». Il est temps d'affirmer nos valeurs fondatrices d'une Europe unie, solidement démocratique, solidaire et souveraine, responsable devant les Européens et le monde. C'est le prix de la survie de notre civilisation et de notre culture<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Selon Denis de Rougemont, notre héritage culturel est « la somme de tous les produits de la culture au cours des âges : religions et philosophies, arts et lettres, sciences et techniques, idéaux et pratiques politiques, législations et codes de la Cité, jugements moraux, esthétiques et critiques, réflexes acquis et sagesse proverbiale, et enfin ou d'abord les langues et tout ce qu'elles conditionnent – modes de sentir, de juger, de penser – à quoi s'ajoutent, puisque ces éléments constitutifs sont pluriels et souvent antinomiques, leurs combinaisons innombrables en systèmes toujours plus complexes, successifs ou simultanés, et les interactions de ces systèmes », *Écrits sur l'Europe*, Paris, Éditions de la Différence, vol. II, 1994, p. 368.

## Les auteurs

### **Michel Aglietta**

Professeur émérite de l'Université Paris-Nanterre, conseiller scientifique au CEPIL et à France Stratégie, membre honoraire du Haut Conseil des Finances publiques et de l'Institut Universitaire de France. Parmi ses derniers ouvrages publiés: *A reform of Europe. Political guide for the future*, Verso, 2018 ; *Money between debt and sovereignty*, Verso, 2018; *Macroéconomie financière* 6<sup>e</sup> ed. (avec Natacha Valla), La Découverte, coll. Grands Repères, 2017 ; *La double démocratie. Une Europe politique pour la croissance*, avec Nicolas Leron, Le Seuil, 2017.

### **Clément Beaune**

Conseiller pour l'Europe du Président Emmanuel Macron. Ancien élève de l'École nationale d'administration (ENA), il est aussi titulaire d'un diplôme de l'Institut d'études politiques (IEP) de Paris et d'un diplôme d'études européennes approfondies du Collège d'Europe à Bruges.

### **Christakis Georgiou**

Post-doctorant du Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes depuis 2017. Il travaille sur l'influence des grandes entreprises européennes dans la résolution de la crise de la Zone euro de 2010-2012 ainsi que dans l'évolution de long terme de l'union monétaire.

### **Sandro Gozi**

Professeur invité au Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes de l'Université de Genève en 2018-2019. Ancien Secrétaire d'État italien aux affaires européennes (2014-2018), il est élu en novembre 2018 Président de l'Union des Fédéralistes Européens (UEF). Docteur en droit public de l'Université de Bologne avec une thèse sur la comitologie (1996), titulaire d'un DEA de relations internationales à l'Institut d'Études Politiques de Paris (1995), ainsi que d'un Master de relations internationales à l'Université Libre de Bruxelles (1998). Membre du cabinet du Président de la Commission européenne Romano Prodi entre 2000 et 2004. En 2006, il est nommé Conseiller aux Affaires européennes du Président du Conseil des ministres italien et, entre 2008 et 2013, il est élu chef de groupe du Parti démocrate à la Commission parlementaire sur les politiques de l'Union européenne et responsable au niveau national des politiques de l'Union Européenne pour le Parti démocrate. En août 2013, il est élu vice-président de l'Assemblée du Conseil de l'Europe et, de janvier à juillet 2014, il est désigné vice-président du Groupe socialiste à l'Assemblée du Conseil de l'Europe. Il a publié plusieurs ouvrages, notamment *Génération Erasmus : ils sont déjà au pouvoir* (Plon, Paris, 2016), *L'urgence euro-*

*péenne* (avec Marielle de Sarnez, Thaddée, Paris, 2014), *Non ! ce n'est pas la faute à Bruxelles* (Le Manuscrit, Paris, 2007).

#### **Maya Jollès**

Economist at the European Commission (Macroeconomy of the Euro Area and EMU Deepening Unit, Directorate-General for Economic and Financial Affairs). She previously worked with the Consultancy McKinsey and Company advising public and private sector organisations and with the McKinsey Global Institute (MGI). She is a graduate from the College of Europe (Belgium) and École Normale Supérieure (France).

#### **Miroslav Jovanović**

Né en 1957 à Novi Sad, en Serbie. Après avoir passé le concours de l'ONU, il rejoint le Centre des Nations Unies pour les sociétés transnationales à New York. Au Centre, il a travaillé en étroite collaboration pendant trois ans avec le rédacteur en chef, John H. Dunning, sur la Bibliothèque des Nations Unies pour les sociétés transnationales, une série de lectures couvrant tous les aspects économiques des sociétés transnationales et des investissements directs étrangers. En 1992, il a rejoint la Commission économique des Nations Unies pour l'Europe à Genève, où il a travaillé dans les domaines de la promotion et de la facilitation du commerce et des investissements, des relations avec l'Union européenne, des statistiques et, enfin, de la promotion des liens entre l'Europe et l'Asie. Depuis 2008, il donne des cours d'économie internationale au Global Studies Institute de l'Université de Genève.

#### **José Leandro**

Director for policy, strategy and communication at the European Commission's Directorate-General for Economic and Financial Affairs. He was previously adviser to President Juncker on the EMU. Between 2010 and 2014 he was Principal Adviser for Economic Affairs in the cabinet of Herman Van Rompuy, then President of the European Council. He has also spent a large part of his career working on development economics, notably as a senior economist at the World Bank.

#### **Ivo Maes**

Conseiller senior au département des Études de la Banque nationale de Belgique et professeur, Chaire Robert Triffin, à l'Université catholique de Louvain, ainsi qu'à l'ICHEC Brussels Management School. Entre mai 2015 et juin 2018, il a été Président du Conseil de la Société européenne d'histoire de la pensée économique. Il a été professeur invité à la Duke University (États-Unis), à l'Université de Paris-Sorbonne et à l'Università Roma Tre. Il a publié de nombreuses contributions sur l'intégration monétaire européenne, l'histoire des banques centrales et la théorie monétaire. En mai 2018, il a reçu le Prix Camille Gutt pour ses publications scientifiques sur les questions monétaires et financières, en particulier sur la réalisation de l'Union monétaire européenne.

### **Fausto de Quadros**

Professeur émérite de Droit international et de Droit européen à la Faculté de Droit de l'Université de Lisbonne, Chaire européenne Jean Monnet *ad personam*. Directeur du Centre d'Excellence Jean Monnet de l'Université de Lisbonne de 2010 à 2015. En tant que conseiller juridique de la Présidence portugaise des Communautés européennes au premier semestre 1992, il a collaboré avec le service juridique du Conseil à la rédaction du Traité de Maastricht et du Protocole sur la subsidiarité. A été conseiller juridique de l'Autriche et de la Pologne dans la préparation pour leur adhésion. Auteur notamment de plusieurs manuels de droit constitutionnel et administratif de l'UE, ainsi que de droit international public.

### **Prokópios Pavlóoulos**

Dr en droit public de l'Université de Paris II – Assas (1977), Professeur titulaire à la Faculté de droit de l'Université d'Athènes depuis 1989, spécialiste du droit administratif et constitutionnel. Devenu Président de la République hellénique en mars 2015. Parmi ses nombreux ouvrages : *La directive en droit administratif*, Paris, 1978 ; *The Law and Practice Relating to Pollution Control in Greece* (en collaboration avec le Dr. Gr. Timagenis), 1982 ; *La garantie constitutionnelle du recours en annulation: un aspect contemporain de l'état de droit*, 1982 ; *Cours de science administrative*, 1983, *La responsabilité civile du domaine public*, T. I, 1986, T. II, 1989 ; *Les garanties du droit de protection judiciaire dans le droit communautaire européen*, 1993 ; *Le contrat d'exécution des travaux publics*, 1997 ; *Parole écrite: ensemble des articles de 1987 à 2003*, 2003 ; *La révision constitutionnelle sous le prisme de l'expérience parlementaire*, 2010 ; *Le crépuscule des dirigeants politiques: cause ou conséquence de la crise économique*, 2011 ; *Le droit public sous le signe de la crise économique*, T. I, 2<sup>e</sup> éd., 2014 ; l'ouvrage collectif (en collaboration avec les professeurs A. Gerontas, S. Lytras, Gl. Siouti et S. Flogaïtis), *Droit Administratif*, 3<sup>e</sup> éd., 2015.

### **Jean-Pierre Roth**

Dr en sciences politiques de l'Institut des Hautes Etudes Internationales de Genève avec spécialité en économie monétaire. Il est entré en 1979 à la Banque Nationale Suisse comme membre du service de recherche. En 1996, il a été nommé Vice-président, puis Président (Gouverneur) en 2001. De 2006 à 2009, il a également assuré la présidence de la Banque des Règlements Internationaux (banque des banques centrales). À sa retraite, en 2010, il s'est tourné vers le secteur privé. Il est actuellement membre des Conseils d'administration de Nestlé SA, du Swatch Group, de MKS (Switzerland) et assure la vice-présidence de Arab Bank (Switzerland).

### **François Saint-Ouen**

Chargé de cours et collaborateur scientifique au *Global Studies Institute* de l'Université de Genève et Secrétaire général du Centre européen de la culture. Docteur en science politique, spécialiste de l'œuvre de Denis de Rougemont, il a publié plusieurs ouvrages et de nombreux articles sur le fédéralisme, la gouvernance multi-niveaux, l'évolution des idéologies et des systèmes de valeurs, les

processus culturels en Europe et le « dialogue des cultures ». Auteur de *L'avenir fédéraliste de l'Europe, du traité de Maastricht à celui de Lisbonne* en 2011, il a édité en 2014 l'ouvrage *L'Europe de Denis de Rougemont*.

#### **Michel Santi**

Macro économiste et juriste de banque franco-suisse, conseiller pour des banques centrales et des fonds souverains, chroniqueur hebdomadaire dans la presse suisse, française et libanaise.

#### **Dusan Sidjanski**

Fondateur du Département de science politique à l'Université de Genève, Dusan Sidjanski est professeur émérite de la Faculté des sciences économiques et sociales et de l'Institut européen de l'Université de Genève dont il a été cofondateur avec Denis de Rougemont. Il a été à partir de 1956 proche collaborateur de Denis de Rougemont au Centre européen de la culture qu'il a présidé de 2003 à 2008 et dont il est à présent Président d'honneur. Il fut également Conseiller spécial du Président de la Commission européenne de 2004 à 2014. L'Université de Genève l'a honoré en créant le « Centre de compétences Dusan Sidjanski en études européennes ». Dans la présente collection, il vient de publier un recueil de textes intitulé *Europe's Existential Crisis* (2018) et il a co-édité les ouvrages *Union de valeurs ?* (2018) et *L'avenir de l'Union Européenne* (2018). Auteur d'ouvrages et d'articles sur le fédéralisme européen, l'intégration régionale et les relations internationales, dont: *L'Avenir fédéraliste de l'Europe*, Paris, PUF, 1992, 1993 ; *The Federal Future of Europe*, Ann Arbor, University of Michigan Press, 2000 ; *L'approche fédérative de l'Union européenne*, Notre Europe, Paris, 2001 ; « Le Traité de Lisbonne sur la voie fédéraliste? », *L'Europe en formation*, No 362, 2011 ; « La Fédération européenne est notre affaire » in *L'Europe de Denis de Rougemont*, L'Harmattan/Academia, 2014 ; « Europe Put to the Test by Influx of Migrants » et « Why is the Union in Urgent Need of a Political Core ? », *The Federalist Debate*, juillet 2016 et 2017 ; *The Future of Europe : The Reform of the Eurozone and the Deepening of Political Union* (co-direction avec Fausto de Quadros), Lisbonne, AAFDL Editoria, 2017 ; « L'Europe de la souveraineté du Président Macron », *Revue de l'Union européenne*, février 2018.

#### **Jean-Claude Trichet**

Diplômé de Science-Po Paris et issu de l'École nationale des Mines de Nancy (ingénieur civil) ainsi que de l'École Nationale d'Administration à Paris (Promotion Thomas More), il a été Directeur du Trésor entre 1987 et 1993, puis Gouverneur de la Banque de France de 1993 à 2003, et Président de la Banque Centrale Européenne de 2003 à 2011. Il est aujourd'hui actif dans de nombreux cercles de réflexion.

**Jacques de Watteville**

Ancien Ambassadeur et ancien Secrétaire d'État suisse aux affaires européennes, Président du conseil d'administration de la Banque Cantonale Vaudoise.

**Charles Wyplosz**

Professeur honoraire à l'Institut de Hautes Études Internationales et du Développement (IHEID) de Genève. Il a exercé les fonctions de Directeur du Centre International d'Études Monétaires et Bancaires et de Directeur pour la politique économique du CEPR (Center for Economic Policy Research). Ses principaux domaines de recherche sont les crises financières, l'intégration monétaire européenne, les politiques monétaires et budgétaires ainsi que l'intégration monétaire régionale. Il est co-auteur de deux manuels utilisés dans le monde entier et il a publié plusieurs livres et un grand nombre d'articles scientifiques. Il intervient fréquemment comme expert auprès d'organisations internationales et de gouvernements. Il est également présent dans les médias.



## Table des matières

|  |    |
|--|----|
| <b><i>Avant-propos</i></b>   | 7  |
| Sandro Gozi, Dusan Sidjanski, François Saint-Ouen  |    |
| <b><i>Introduction</i></b>   | 9  |
| <i>Réflexions sur la Zone euro et l'évolution de l'UE</i>  |    |
| Dusan Sidjanski  |    |
| <b>Les origines de la Zone euro</b>  |    |
| <i>De l'Union européenne des paiements à l'euro : l'histoire mouvementée du projet d'intégration monétaire européenne</i>                                      | 19 |
| Ivo Maes   |    |
| <i>De l'européanisation des chaînes de valeur à la création de la zone euro : le rôle des grandes firmes dans l'avènement de l'union monétaire et la crise</i> | 37 |
| Christakis Georgiou  |    |
| <b>Problématique et analyse de l'union monétaire</b>   |    |
| <i>Convergence et solidarité, facteurs-clés de la stabilité de la zone euro</i>  | 55 |
| Jean-Pierre Roth   |    |
| <i>Deepening of the Economic and Monetary Union</i>  | 63 |
| <i>Taking stock of Euro@20</i>   |    |
| Maya Jollès, José Leandro  |    |
| <i>Stabiliser et rééquilibrer la Zone euro en tant que ciment de l'Union</i>   | 83 |
| Clément Beaune   |    |

|   |     |
|---|-----|
| <i>Commentaire</i><br>Jacques de Watteville   | 89  |
| <b>Survie et avenir de la Zone euro</b>   |     |
| <i>L'euro et la zone euro : succès, défis et perspectives d'avenir</i><br>Jean-Claude Trichet | 95  |
| <i>Role of the Eurogroup in the Eurozone</i><br>Prokópios Pavlóoulos                          | 113 |
| <i>Réformer l'Europe par une stratégie de long terme</i><br>Michel Aglietta                   | 119 |
| <i>Déconstruire le Pacte de Stabilité... pour assainir l'Europe !</i><br>Michel Santi         | 129 |
| <i>La zone euro : les maillons faibles</i><br>Charles Wyplosz                                 | 133 |
| <i>Commentaire</i><br>Fausto de Quadros   | 143 |
| Eurozone and the European Union's aspiring countries<br>Miroslav N. Jovanović                 | 145 |
| <b>Conclusions</b><br>Sandro Gozi   | 153 |
| <i>Réflexions ouvertes sur l'avenir de la Zone euro</i><br>Dusan Sidjanski                    | 156 |
| <b>Les auteurs</b>  | 163 |
| <b>Table des matières</b>   | 169 |



