

INTRODUCTION

PIERRE JAILLET *
JEAN PISANI-FERRY **

Que sera l'euro dans dix ans ? Après tant de bilans provisoires et au-delà du souci de ne pas répliquer ce qui a déjà été (bien) fait, l'idée à l'origine de ce numéro de la *Revue d'économie financière* est de réfléchir au futur de la monnaie unique.

Trois motifs ont conduit au choix de cette orientation prospective. Le premier motif est que la remarque de Dean Acheson sur Bretton Woods, selon laquelle la durée de gestation des accords monétaires est à peu près le double de celle des éléphants, s'applique bien à l'euro ; elle suggère que la décennie est un temps court, insuffisant pour prendre la pleine mesure des potentialités et des vulnérabilités d'une monnaie. Le second motif est que le fait d'évoquer l'euro constitue un raccourci de langage pratique mais réducteur, parce que celui-ci a, dès l'origine, porté davantage qu'une ambition monétaire ; en réalité, il faut s'intéresser au concept plus large de l'Union économique et monétaire (UEM), au sens du traité de Maastricht et, au-delà, aux effets dynamiques que ses promoteurs en attendaient. Le troisième motif est qu'après un assouplissement prolongé, les spéculations sur le paysage monétaire international du futur ont repris depuis peu ; on ne peut plus simplement se contenter de raisonner en prenant l'environnement comme figé.

L'euro, monnaie unique d'un ensemble de 328 millions d'habitants, deuxième puissance économique mondiale, est en effet considéré

* Directeur général des études et des relations internationales, Banque de France.

** Directeur, Bruegel (Brussels European and Global Economic Laboratory).

généralement et sans trop de réserves comme un succès ; le bilan de l'UEM est sans doute plus controversé, y compris par certains de ses promoteurs. Il appelle en tout cas, de la part des observateurs et des acteurs, une réflexion sans complaisance sur ses faiblesses et ses insuffisances, car les dix ans à venir sont porteurs de défis d'envergure. Ces défis peuvent être regroupés autour de six axes.

CONSOLIDER APRÈS LA TEMPÊTE

La crise financière et économique que nous traversons a constitué le meilleur *stress test*, que l'on pouvait imaginer (pour reprendre l'expression de Nigel Wicks), de la résilience de l'UEM et de la capacité de réaction de ses institutions. Cette crise a en effet mis à l'épreuve les mécanismes d'un modèle parfaitement original (et pour partie baroque) d'Union économique et monétaire, dans lequel les décisions de politique monétaire sont centralisées, tandis que les politiques économiques demeurent du ressort des États membres et sont, en principe, coordonnées, le tout dans le cadre d'un marché dit « unique », mais encore inachevé, notamment en matière financière. Le test s'est révélé positif et l'UEM, comme le soulignent notamment Otmar Issing et Christian Noyer, a fait preuve d'une solidité insoupçonnée. Jacques de Larosière et Yves-Thibault de Silguy mettent aussi en exergue le rôle de « bouclier » joué par l'euro et évoquent les effets centrifuges cataclysmiques qu'une crise d'aussi grande ampleur aurait pu avoir sur un ensemble d'économies non soudées par une monnaie unique.

Toutefois, la crise a aussi révélé, ou confirmé, des lacunes et des faiblesses de l'UEM, comme l'intégration imparfaite des dispositifs de régulation et de supervision des acteurs financiers, la coordination plus apparente qu'effective des réactions budgétaires, l'absence de mécanismes de solidarité intrazone et une certaine myopie de la surveillance macroéconomique. Ces faiblesses sont désormais assez clairement identifiées et certaines d'entre elles ont d'ores et déjà suscité des réformes, mais le chantier est loin d'être achevé.

Au-delà de la crise actuelle, dont une sortie mal coordonnée pourrait, selon Alessandro Profumo, occasionner une hétérogénéité accrue au sein de la zone euro, plusieurs auteurs relèvent des motifs plus structurels de se préoccuper de la résilience de l'UEM. Lorenzo Bini Smaghi comme Marco Buti et Paul van den Noord s'inquiètent en particulier des contraintes que le couple endettement/vieillessement va faire peser sur une zone monétaire où les systèmes de santé et de retraite restent purement nationaux. Daniel Daianu revient, quant à lui, sur le caractère non optimal de la zone euro, sans exclure l'éventualité que l'appartenance à cette zone entraîne une dynamique de convergence

et des effets endogènes rapprochant le fonctionnement des économies, ce qui serait propice à une meilleure intégration et à une viabilité accrue en présence de chocs.

En résumé, l'euro a bravement traversé la tempête, mais pour la plupart des contributeurs à ce numéro, des réparations et des aménagements s'imposent avant de le lancer dans les grands vents qui l'attendent.

RENFORCER LE PILIER ÉCONOMIQUE

Le constat d'un déséquilibre persistant entre le pilier monétaire et le pilier économique de l'UEM est évoqué par Jacques Delors comme sa « grande déception ». Beaucoup parmi les auteurs soulignent d'ailleurs le contraste entre, d'une part, la réactivité de la politique monétaire et la crédibilité de l'Eurosystème et, d'autre part, les dysfonctionnements de la coordination des politiques budgétaires et la faible visibilité des instances chargées de l'assurer. À certains égards, ce déséquilibre semble inévitable et consubstantiel à l'UEM : d'un côté, un système fédéral de décision centralisé et bien huilé et, de l'autre côté, un processus de dialogue et de surveillance d'essence intergouvernementale, supposé concilier des stratégies nationales régulièrement divergentes et s'appuyant sur un instrument, le Pacte de stabilité et de croissance, conçu dans une optique prudentielle et non en vue d'un pilotage macroéconomique de la zone.

L'erreur serait de croire qu'un tel déséquilibre favorise le volet monétaire. Un *policy mix* déséquilibré est un jeu à somme négative et la faiblesse relative du volet économique de l'UEM entraîne un risque d'incohérence de ce *policy mix*, susceptible de favoriser une surcharge de la politique monétaire et de placer ainsi l'Eurosystème dans la position inconfortable du bouc émissaire (Nigel Wicks). À cet égard, Christian Noyer indique trois éléments que doit (mieux) garantir la coordination macroéconomique : la prévention de dérives des finances publiques, l'efficacité des stabilisateurs automatiques et la cohérence et la visibilité des orientations macroéconomiques. Cependant, réunir ces conditions n'est pas encore suffisant pour éviter tout conflit potentiel et pour faciliter un dialogue pertinent entre les autorités monétaires et budgétaires. On peut souligner ici les nuances d'analyse, y compris entre banquiers centraux : pour Otmar Issing, par exemple, le renforcement du volet économique ne doit procéder que d'un strict respect du Pacte de stabilité et de croissance. En revanche, pour Lorenzo Bini Smaghi, l'indépendance de la Banque centrale européenne (BCE) est suffisamment assurée pour qu'elle se permette d'avoir face à elle une contrepartie politique forte dans le domaine économique

et budgétaire. Enfin, plusieurs contributeurs (Stefan Collignon, Daniel Daianu et Jacques Delors) avancent l'idée d'un budget européen moins symbolique.

Un point de divergence notable émerge : il concerne la mise en place d'une agence européenne d'émission, que préconise Yves-Thibault de Silguy, en vue de réduire le poids de la dette des États les plus fragiles en contrepartie d'une discipline renforcée, mais que Otmar Issing et Christian Noyer récusent au motif de l'aléa moral lié à une telle mutualisation des risques. Ce débat prend une acuité particulière à la lumière de l'envolée récente des *spreads* sur certaines dettes souveraines de la zone euro. Il rejoint la question plus large des mécanismes de solidarité au sein de la zone.

La crise financière et les propositions récentes avancées par Jacques de Larosière et retenues par le Conseil Ecofin en matière de supervision micro et surtout macroprudentielle nourrissent enfin des interrogations et des préconisations concernant le rôle de l'Eurosystème dans ce domaine, mais aussi la prise en compte plus explicite de préoccupations de stabilité financière dans le cadre de la politique monétaire unique. Patrick Artus (défendant une vision élargie de la politique macroprudentielle étendue à la gestion des grands équilibres macro-économiques) et Daniel Cohen voient le concept de politique monétaire évoluer vers une politique d'objectif intégrant prix d'actifs et normes d'endettement, ce qui suppose aussi de retrouver des degrés de liberté sous forme d'instruments modulables au plan national. Cependant, Barry Eichengreen souligne qu'en contrepartie d'un élargissement de son rôle, l'Eurosystème sera tenu de développer sa communication et sa responsabilité (*accountability*), alors que Nigel Wicks met en garde contre les risques de confusion des tâches et de perte d'indépendance.

En résumé, l'efficacité des outils de gestion macroéconomique de la zone euro, encore détériorés par la crise, doit être sensiblement renforcée ; la crise financière incite par ailleurs à renouveler les concepts et les outils de la politique monétaire.

ACHEVER (ENFIN) DE CONSTRUIRE LE MARCHÉ UNIQUE

Dans le cadre de la préparation du traité de Maastricht, la Commission européenne avait préparé un rapport d'évaluation des coûts et des bénéfices de l'UEM dont le titre, *Marché unique, Monnaie unique*, indiquait à lui seul l'enchaînement souhaitable : la monnaie unique était la clé de voûte d'un marché unique en voie d'achèvement, qui, sans elle, restait un édifice incomplet et structurellement fragile. L'euro devait être l'ultime maillon du marché unique, intensifier l'intégration en son sein et apporter ainsi une réponse définitive à

l'incompatibilité, théorisée par Robert Mundell, entre liberté des mouvements de capitaux, autonomie des politiques monétaires et stabilité des taux de change.

Près de vingt ans après le rapport, la monnaie unique est bien là - au moins pour les pays qui y participent -, mais le marché unique reste un objectif, et ce déséquilibre est une entrave au bon fonctionnement de l'UEM.

C'est vrai en matière financière. Il faut d'abord achever techniquement le processus d'intégration financière et notamment les infrastructures de paiement de gros montants et de détail (Christian Noyer), ce qui est cependant bien avancé. Plus profondément, certains contributeurs, comme Michel Castel et Olivier Pastré, observent que la levée des obstacles juridiques et réglementaires à l'intégration des marchés n'a pas substantiellement modifié les comportements : les marchés de la banque de détail, en particulier, demeurent fortement cloisonnés ; les opérations transfrontières sont relativement peu nombreuses ; les systèmes bancaires sont relativement émiettés, ce qui en fait potentiellement des proies faciles dans l'avenir pour les grands investisseurs mondiaux. À cet égard, Alessandro Profumo redoute que la crise n'accuse cette tendance à l'isolationnisme financier en raison de l'intervention des gouvernements sur les fonds publics. Toutefois, entre les scénarios « noir » et « rose » imaginés par Michel Castel et Olivier Pastré, les positions sont généralement plutôt nuancées, elles anticipent les progrès décisifs de la mise en œuvre des décisions en cours (notamment la création du Conseil européen du risque systémique - CERS - et du système européen des superviseurs financiers - SESF) pour faciliter l'intégration et renforcer la supervision macro et microfinancière au plan européen.

Au-delà des aspects financiers, deux types de préoccupations émergent : d'une part, la crise favorise les tendances protectionnistes (Daniel Daianu, Alessandro Profumo et Klaus Regling), ce qui marquerait un retour en arrière dans le processus de construction du marché unique ; d'autre part, elle incite au report de réformes structurelles pourtant encore plus nécessaires aujourd'hui qu'hier, compte tenu de l'impact prévisible de cette crise sur le PIB potentiel et la croissance potentielle et de l'urgence que la dynamique des dettes publiques retourne sur une trajectoire soutenable. Marco Buti et Paul van den Noord insistent, de ce point de vue, sur l'intérêt qu'il y aurait à intégrer l'agenda de Lisbonne dans la coordination et la surveillance de l'UEM. Jacques Delors préconise, pour sa part, un « Lisbonne II » assorti de mesures d'incitation et de programmes européens d'infrastructure.

Ce constat, largement partagé quant à l'incomplétude du marché

unique, est d'autant plus préoccupant que désormais, l'objectif d'intégration est, dans le meilleur des cas, relégué au second rang des préoccupations des décideurs.

CLARIFIER LA STRATÉGIE D'ÉLARGISSEMENT

La crise a conduit à une appréciation plutôt ambiguë de la dynamique de l'élargissement. D'un côté, elle a mis en évidence le rôle d'ancrage et de protection de l'euro, dont l'attractivité est sortie renforcée ; de l'autre côté, elle a clairement illustré les effets potentiellement pervers d'une participation prématurée à la monnaie unique pour des pays encore insuffisamment préparés à ses disciplines.

À partir de là, deux types de positions s'expriment : pour Daniel Daianu et Alessandro Profumo, par exemple, les pays qui ne participent pas à l'euro devraient être incités à le rejoindre rapidement. Le fonctionnement des institutions serait certes (encore) plus complexe, mais cela apporterait aussi du sang neuf et des idées ; en bref, un dynamisme nouveau. Klaus Regling se risque à une prévision et anticipe qu'en 2019, la zone euro comptera 28 des 29 États membres de l'Union européenne (les Vingt-Sept moins le Royaume-Uni, plus la Croatie et l'Islande). Le barycentre des opinions est toutefois plus réservé sur l'idée d'accélérer le processus d'élargissement. Les arguments sont de plusieurs natures :

- économique : intégrer de nouveaux membres ne répondant pas aux critères de convergence dans une zone monétaire déjà hétérogène ne pourrait qu'accuser son caractère « non optimal » ; ce serait aussi faire un cadeau empoisonné à ces candidats qui seraient privés de l'instrument des taux de change en phase de rattrapage (Christian Noyer et Nigel Wicks) ;
- institutionnelle : dans les conditions actuelles, l'élargissement ne peut que compliquer la gouvernance et comporte un risque de dilution de la zone (Lorenzo Bini Smaghi et Jacques Delors) ;
- financière : cet élargissement pourrait démultiplier les environnements juridiques dans le domaine bancaire, entravant le processus de décloisonnement des marchés.

La crise a aussi mis en évidence le besoin d'un code de conduite et d'instruments financiers appropriés pour gérer les relations entre la zone euro et les pays candidats soumis à de fortes tensions économiques et financières. Il est en effet apparu que cela était indispensable non seulement pour la stabilité de ces pays, mais aussi pour la crédibilité de la zone. La mise en place par l'Eurosystème de lignes de repo au bénéfice des banques centrales des nouveaux États membres a été un pas dans ce sens. Mais ce type de facilité répond à des besoins

temporaires de liquidités et n'est pas adapté au financement de programmes d'ajustement assorti d'une conditionnalité plus ou moins exigeante. C'est donc le FMI qui, par défaut, intervient dans l'Union européenne.

Demeure enfin la question du hiatus entre Union européenne et zone euro. La dualité était initialement envisagée comme temporaire, elle s'est installée comme permanente, au risque de compromettre l'homogénéité et la lisibilité de l'action européenne. Une voie est que les pays de la zone euro, en prenant des initiatives de coopération renforcée, s'autonomisent par rapport aux politiques de l'Union européenne. La coordination en matière fiscale est un bon exemple de ce qui constitue un enjeu vital pour l'UEM, alors que les décisions se prennent (ou ne se prennent pas, compte tenu de la rigidité des règles d'unanimité) au niveau de l'Union européenne. Ce point rejoint la crainte, exprimée en particulier par Jacques Delors, d'une dérive de la zone euro vers une « union monétaire latine », c'est-à-dire sans contrepartie économique.

Pour légitime qu'il soit, le rappel des critères d'élargissement et du principe de l'égalité de traitement entre candidats d'hier et candidats de demain ne suffit donc pas à répondre à un ensemble de questions pressantes.

ASSUMER SES RESPONSABILITÉS GLOBALES

Secondaire pour certains, primordiale pour d'autres, la question du rôle international de l'euro a toujours fait débat. Elle a été largement absente des préoccupations de la première décennie, mais elle se pose en des termes renouvelés dans un contexte marqué par les déséquilibres globaux, la contestation (verbale, au moins) du rôle prééminent du dollar et le renouveau de la réflexion monétaire internationale.

Trois visions se dégagent des contributions à ce numéro.

La première vision part des facteurs exogènes - poids relatif des zones économiques, changements dans le paysage monétaire global -, mais les auteurs n'aboutissent pas à une vision commune. Certains mettent l'accent sur la diminution inévitable du poids économique de la zone euro (Lorenzo Bini Smaghi), d'autres sur l'affaiblissement de la zone dollar et l'attractivité accrue de l'euro (Barry Eichengreen et Yves-Thibault de Silguy). L'un et l'autre peuvent d'ailleurs être vrais dans un monde où la puissance va aux pays émergents.

La deuxième vision met l'accent sur les facteurs endogènes : la capacité de la zone à se gérer elle-même et à faire face aux défis à venir comme la montée des dettes publiques, l'affaiblissement de la croissance

ou l'intégration en son sein. Pour ceux qui retiennent cette approche (Jacques de Larosière, Alessandro Profumo et Klaus Regling), c'est en définitive la capacité des membres de la zone à régler leurs problèmes internes et à conduire des réformes économiques qui fera l'attractivité de l'euro. Jacques Delors met, quant à lui, en avant la volonté de redevenir un « vrai » partenaire des Américains.

Une troisième vision s'inscrit dans la position officielle : ni encourager, ni décourager le développement du rôle international de l'euro et, en fin de compte, laisser les marchés décider. Cependant, ceux-là même qui s'en tiennent à cette position (Otmar Issing et Christian Noyer) notent qu'il faut être conscient des responsabilités liées à la gestion d'une monnaie clé du système monétaire international, qui représente une part importante des réserves mondiales, qui est l'une des principales monnaies d'émission et qui est aussi devenue la monnaie de référence d'une quarantaine de pays.

Reste, en tout état de cause, le sujet, délicat, de la représentation internationale de la zone euro. Plusieurs questions se posent, qui sont notamment soulevées par Lorenzo Bini Smaghi, Marco Buti et Paul van den Noord : le nombre fait-il encore la force ? comment concilier le souci de cohérence des positions européennes et la volonté légitime des plus grandes économies de la zone euro de conserver une voix dans les instances internationales ? Une représentation unifiée de la zone euro supposerait un rapprochement des positions souvent divergentes au sein de la zone et donc aussi un changement de la gouvernance, ce qui renvoie aux enjeux précédents.

Pour l'essentiel, absent de la première décennie, l'enjeu du rôle international de l'euro a de fortes chances de marquer la deuxième décennie et de soulever des questions auxquelles les Européens devront apporter une réponse.

ET L'UNION POLITIQUE ?

Pour Jacques Rueff et ses disciples, la monnaie n'était qu'un instrument au service d'un projet plus ambitieux : l'union politique. Pour Helmut Kohl et toute une tradition allemande, une monnaie unique ne pouvait se concevoir sans une communauté politique, une *polity* européenne que l'union politique avait vocation à fonder. Mais l'euro s'est fait sans l'union politique et sa première décennie a vu l'échec de l'aspiration fédéraliste à une constitution. Malgré le traité de Lisbonne, l'union politique paraît encore plus éloignée aujourd'hui qu'elle ne l'était en 1999 et même sans doute plus qu'elle ne l'était en 1989 quand Jacques Delors et Tommaso Padoa-Schioppa rédigeaient ensemble le rapport Delors.

Certains des contributeurs à ce numéro prennent acte de cet état de fait et font leur deuil de l'engrenage entre union monétaire et union politique. C'est le cas de Jacques Delors ou encore de Otmar Issing qui affirment n'y avoir jamais cru. D'autres, comme Stefan Collignon et Daniel Daianu, tiennent une union économique et monétaire privée d'union politique pour fragile et préconisent, au nom même de la solidité de l'euro, une orientation plus fédéraliste. Un troisième groupe d'auteurs, où se retrouvent des praticiens comme Marco Buti et Paul van den Noord ou Klaus Regling, met l'accent sur le nécessaire renforcement des institutions existantes comme l'Eurogroupe et propose des pistes pour leur réforme.

Au total, les contributeurs à ce numéro ne pronostiquent pas l'éclatement de l'euro - même si le risque est évoqué par certains - et ils n'envisagent pas non plus sa transformation radicale. Mais tous considèrent que le chantier est loin d'être refermé, que beaucoup reste à faire pour réaliser toutes les promesses de la monnaie unique. La plupart des auteurs pensent que cette logique de réforme graduelle l'emportera et que c'est à petits pas que l'euro continuera de s'affirmer comme la monnaie des Européens, un ciment de leur coopération et un élément de leur identité externe.

