

COMMUNICATION SUR L'EURO
de MM. Christophe CARESCHE et Michel HERBILLON

Réunion de commission du 6 mai 2014.

Avec la réalisation de l'Union économique et monétaire le 1^{er} janvier 1999, le grand marché a franchi une étape décisive dans son processus d'intégration. De la réalisation de la monnaie unique étaient attendus des effets positifs. Certains se sont réalisés, d'autres pas ou peu. Alors que la perspective prochaine des élections européennes relance les débats sur l'opportunité ou non du maintien de la monnaie unique, vos Rapporteurs ont souhaité dresser un bilan de l'euro, quinze après sa création.

La communication de ce jour constitue toutefois un premier point d'étape, les travaux de la mission d'information devant être approfondis, notamment afin de mieux cerner les enseignements qui peuvent être tirés du cadre institutionnel et de la politique monétaire du Royaume-Uni et des Etats-Unis.

I. QUINZE ANS APRES SON INTRODUCTION, UN BILAN GLOBALEMENT POSITIF POUR L'EURO

La monnaie unique a été créée pour des raisons économiques mais également politiques.

Elle apparaissait en effet comme le prolongement nécessaire du marché unique. Plusieurs avantages en étaient attendus en vertu de la théorie de la zone monétaire optimale développée par les économistes Mundell et Fleming, parmi lesquels la suppression du risque de change et la baisse des coûts de transaction, l'intégration accrue des marchés financiers et l'augmentation de leur caractère concurrentiel permettant ainsi une baisse des coûts d'intermédiation, mais également des économies d'échelle. Pour autant, si la zone euro constituait, aux yeux de certains, une zone monétaire optimale à plusieurs égards (échanges intracommunautaires plus importants que les échanges extracommunautaires, libre circulation des capitaux, prédominance de l'existence de chocs économiques de nature symétrique¹) et que l'exigence du respect de critères de convergence devait en accroître le caractère optimal, elle ne remplissait pas toutes les conditions posées

¹ C'est-à-dire des chocs de même nature et de même ampleur.

par les économistes Mundell et Fleming, en particulier celle relative à la mobilité des travailleurs. La zone présentait en outre la particularité de ne pas posséder de budget propre à même de faciliter la résorption d'un choc asymétrique affectant un Etat membre.

En dépit de ces fragilités/fondements doctrinaux fragiles, l'objectif de la monnaie unique était d'accroître les échanges, d'assurer la stabilité des prix, d'éviter les dévaluations compétitives et d'assurer la croissance et l'emploi. Il s'agissait également de faire de l'euro une monnaie de référence au niveau international.

L'objectif politique poursuivi comportait par ailleurs deux volets.

Il s'agissait tout d'abord, pour les États qui avaient fait le choix depuis plusieurs années d'arrimer leur monnaie au Deutschmark dans le cadre du « serpent monétaire européen » en 1972 puis du système monétaire européen en 1979, de retrouver une forme de souveraineté monétaire, reposant sur le partage du pouvoir monétaire.

La création de la monnaie unique devait également marquer une étape décisive de la construction européenne et constituer le socle de son approfondissement politique, en vertu du principe énoncé par l'historien Georges Duby, selon lequel « *la monnaie du Roi fait le Roi* ».

Au regard de ces objectifs, le bilan de la mise en place de l'euro est globalement positif.

A. LES APPORTS DE L'EURO

1. Une inflation maîtrisée

Le premier apport de la mise en place de la monnaie unique est l'existence d'une **inflation très maîtrisée**. Ainsi, depuis 1999, l'inflation s'est élevée, en moyenne, à **1,97 % par an**, ce qui correspond à la cible définie par la Banque centrale européenne.

L'inflation a donc disparu en France. A titre d'exemple, le panier de consommation s'est renchéri de 27 % en 15 ans (soit **1,6 % par an** en moyenne sur **1999-2013**), alors que son prix avait augmenté de 54 % durant les 15 années d'avant (soit **2,9% par an** en moyenne sur la période **1984-1998**).

La stabilité des prix contribue ainsi à accroître le potentiel productif de l'économie, à renforcer les incitations à investir, à préserver la cohésion et la stabilité sociales en évitant les phénomènes de redistribution arbitraires de la richesse et des revenus qui apparaissent dans les environnements inflationnistes et déflationnistes, et, enfin, à assurer la stabilité financière.

A cet égard, il était important, ainsi que l'a souligné l'économiste Nicolas Véron à la mission d'information, de « *sortir de l'idéalisation de l'inflation qui prévaut en France* ». Comme il l'a résumé, l'inflation est favorable aux détenteurs d'actifs réels, d'immobilier notamment, mais affecte les plus pauvres.

Au total, la BCE a remarquablement joué son rôle depuis 1999. Au-delà du respect strict de son mandat originel de stabilité des prix, la BCE a plutôt bien géré la crise financière et la crise des dettes souveraines. Elle a montré qu'elle savait répondre à une situation de crise (en août 2007, elle a même réagi avant la Fed lorsque BNP Paribas a cessé de coter), même si elle a commis quelques erreurs (comme lors de la remontée d'un quart de son taux directeur en juillet 2008). Elle a également prouvé qu'elle n'était pas « *un monstre froid agité par la Bundesbank* », pour reprendre l'expression de Nicolas Véron, avec son annonce, en août 2012, du lancement, le cas échéant, d'opérations monétaires sur titres (OMT)².

Toutefois, la faiblesse persistante de l'inflation (0,7 % en avril après avoir atteint 0,5 % en mars) laisse penser que la BCE pourrait aujourd'hui se situer en-deçà de son mandat. La déclaration que le président de la Banque centrale européenne a faite le 13 avril dernier selon laquelle l'institution n'hésiterait pas à recourir à la pratique de l'assouplissement quantitatif si les tensions sur l'euro persistaient témoigne néanmoins de sa volonté de réagir au mieux.

Mais attention : BC : à moyen terme : on est conforme.

2. Des taux d'intérêt bas

Depuis l'introduction de l'euro, **la France bénéficie de taux d'intérêts particulièrement bas**. Ils n'ont d'ailleurs jamais été aussi bas.

Ainsi, les taux d'intérêt réels à long terme (qui correspondent au coût réel des emprunts) se sont élevés à **2,3%** en moyenne de 1999 à 2013, alors qu'ils s'établissaient à **5,4 %** en moyenne les quinze années précédentes (1984-1998).

² Ce programme prévoyait a priori des interventions illimitées sur les marchés secondaires des dettes souveraines.

Aujourd'hui, l'écart des taux des obligations d'Etat entre la France et l'Allemagne est de 50 points de base, alors qu'il serait d'au moins 200 à 300 points de base sans l'euro, ainsi que l'a souligné Benoît Coeuré, membre du directoire de la BCE, à la mission d'information. La faiblesse du coût des emprunts d'Etat est d'autant plus importante pour un pays comme la France dont la dette publique représente 93 % du PIB. Un renchérissement de ces coûts aurait un impact immédiat et fort sur les charges d'intérêts de la dette et sur le solde public.

3. L'intégration du marché des biens et des services et l'intégration financière

Le principal enjeu de l'intégration des marchés des biens et des services est d'augmenter le volume et la variété des échanges dans la zone euro en vue d'accroître la satisfaction des agents économiques.

La monnaie unique a ainsi eu un impact positif sur les échanges de biens et de services, puisque ceux-ci ont davantage progressé au sein de la zone euro qu'avec les pays européens extérieurs à la zone, tels le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni. En effet, les échanges commerciaux au sein de la zone euro ont progressé de 7 points, passant de 26 % du PIB en 1998 à 33 % du PIB en 2007, tandis que les échanges de la zone avec les pays européens extérieurs n'ont progressé en moyenne que de 3 points sur la même période. On constate la même évolution, atténuée toutefois, pour les échanges de services.

Cet effet positif de l'euro sur le développement des échanges commerciaux à l'intérieur de la zone euro était attendu. En effet, l'euro simplifie la comparaison des prix et entraîne leur convergence vers un prix unique ; il élimine les coûts de couverture de risque.

S'agissant de l'intégration financière, force est de constater, malgré la situation actuelle de fragmentation des marchés financiers, qui se traduit par un accès inégal au crédit selon l'Etat dans lequel la demande est réalisée, l'interdépendance croissante entre les marchés financiers et les banques de la zone euro.

4. La fin du recours aux dévaluations compétitives

Ainsi que l'a souligné l'économiste Agnès Bénassy-Quéré à la mission d'information, la mise en place de l'euro a permis de **mettre fin aux dévaluations compétitives et aux guerres de monnaies intra-européennes**. En particulier, les partenaires du Sud de l'Europe n'y ont pas eu recours pendant la crise, alors que, en Asie et en Amérique latine, la guerre des monnaies a prévalu. Or, l'Italie et l'Espagne représentent, respectivement, 7,4 % et 6,8 % des exportations françaises,

soit une part individuelle plus importante que celle des Etats-Unis (6,1 %) et une part totale proche de celle de l'Allemagne (16,6%).

5. Une monnaie de stature internationale

L'euro est aujourd'hui la deuxième monnaie internationale, mais bien après le dollar.

Ainsi, si l'euro a progressé dans les réserves de change passant de moins de 20 % en 2000 à près de 25 % en 2013, le dollar représente aujourd'hui la majorité des réserves (60 %), contre, il est vrai, plus de 70 % en 2000. De même, les échanges commerciaux hors zone euro demeurent majoritairement libellés en dollars.

Si la force de l'euro par rapport au dollar et son appréciation récente témoignent de son attractivité (la crise ukrainienne et celle dans les pays émergents ont provoqué un afflux de capitaux en Europe), il n'en demeure pas moins que l'euro ne pourra jouer pleinement un rôle de monnaie internationale tant que cette monnaie ne s'accompagnera pas d'une intégration politique.

Les bénéfices à attendre d'un euro faisant jeu égal avec le dollar sont nombreux. Le développement de l'euro dans les échanges commerciaux et sur les marchés financiers permet en effet de limiter le risque de change. Aujourd'hui, plus de 60 % des exportations françaises (50 % des importations) hors zone euro sont libellées en euro, s'il en allait de même du pétrole ou des grandes matières premières, cela permettrait de transférer le risque de change. Cela attirerait en outre des flux d'investissements étrangers.

Il convient par ailleurs de relever une « euroïsation » de certains pays des Balkans, comme le Monténégro et le Kosovo, qui ont décidé, de manière unilatérale, d'adopter l'euro comme leur monnaie officielle.

6. La mise en place d'une solidarité de fait

L'euro a créé une véritable solidarité entre les États membres. Pendant les années 2000, tous les États ont bénéficié de l'euro, de ses taux d'intérêt bas et de sa parité faible. Aujourd'hui, aucun Etat n'a intérêt à sortir de l'euro, que ce soit les États exportateurs du Nord, qui souffriraient de l'appréciation du change, ou les États endettés du Sud, qui souffriraient d'une hausse des taux d'intérêt.

Au-delà de cette solidarité de fait, c'est une véritable solidarité financière qui a dû se mettre en place avec la crise et la constitution du Fonds européen de stabilité financière puis du Mécanisme européen de stabilité.

7. Une souveraineté monétaire partagée

Pendant toute la période qui a précédé l'euro, la France n'avait que l'apparence de la souveraineté monétaire, car les taux d'intérêt étaient, dans les faits, largement fixés par la Bundesbank.

Aujourd'hui, la politique monétaire n'est plus décidée par l'Allemagne seule, mais résulte des décisions du conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, qui réunit les six membres du directoire de la BCE et les dix-huit gouverneurs et présidents des banques centrales nationales des États membres ayant adopté l'euro. Les décisions du Conseil des gouverneurs sont prises à la majorité simple, chaque membre disposant d'une voix. Si les membres du Conseil des gouverneurs n'agissent pas en qualité de mandataires d'un pays, mais en toute indépendance, il convient de souligner que deux Français sont présents : Benoît Coeuré en tant que membre du directoire et Christian Noyer en tant que gouverneur de la Banque de France.

Dans les faits, on note que la politique monétaire unique a largement suivi les besoins de l'économie française, pays intermédiaire entre Nord et Sud représentant 20% de l'indice des prix suivi par la BCE. Lors de la réunification allemande, au contraire, la France avait dû « importer » la politique monétaire restrictive de l'Allemagne, ainsi que l'a souligné Agnès Benassy-Quéré à la mission d'information.

8. Un moyen de peser dans les négociations internationales

Alors que chacun des États membres de la zone euro pris isolément pèse peu dans les négociations internationales face aux États-Unis ou à la Chine, et pèsera de moins en moins, l'Europe, et plus particulièrement le noyau constitué par la zone euro, constitue en réalité le seul moyen de conserver une influence géostratégique.

Ainsi, dans 20 ans, aucun État de la zone euro ne fera plus partie du G8, pas même l'Allemagne. Dès lors, si nous souhaitons encore peser dans cette enceinte, ce ne peut être que par l'intermédiaire de l'Europe.

Lorsqu'elle parvient à s'organiser, la voix de l'Europe se fait entendre, comme c'est le cas dans le cadre de l'Organisation mondiale du commerce. Aussi,

il revient aujourd'hui aux États-membres de s'organiser pour peser de manière plus efficace dans les enceintes internationales, en particulier dans les instances de régulation financière internationale, comme le G8, le G20 ou le Comité de Bâle.

B. L'ATTACHEMENT DES EUROPEENS A L'EURO

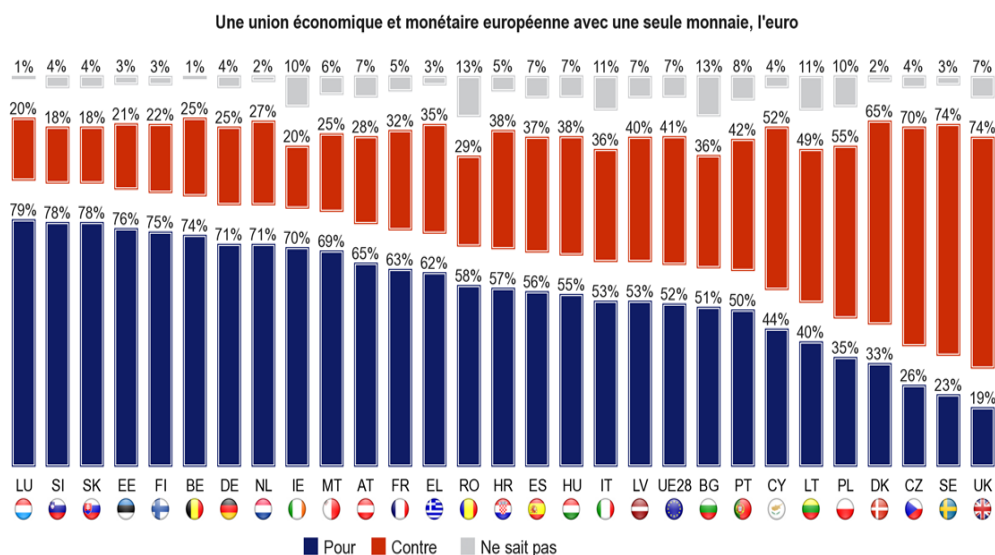
Les Européens apparaissent globalement favorables à l'euro, ainsi que le montre le dernier Eurobaromètre de novembre 2013.

Ainsi, **52 % des Européens se prononcent en faveur de l'euro**, tandis que 41 % s'y opposent. Le soutien en faveur de l'euro est plus important dans la **zone euro**, puisqu'il s'élève à **63 %** contre 34 % hors zone euro. Alors que les résultats vont de 79 % d'opinions favorables au Luxembourg à 19 % au Royaume-Uni, **la France se situe dans la moyenne, avec 63 % d'opinions favorables**, mais derrière l'Allemagne (71 %).

Il convient de relever que les **États ayant fait l'objet de programmes d'ajustement structurel se caractérisent par des opinions majoritairement favorables, à l'exception notable de Chypre**, qui est le seul pays de la zone euro où la population se prononce majoritairement contre l'euro (52 % contre 44 % en sa faveur). Les Irlandais sont ainsi à 70 % favorables à l'euro, tandis que les Grecs se situent juste en dessous de la moyenne (62 %). Les données relatives à l'Espagne (56 %), à l'Italie (53 %) et au Portugal (50 %) témoignent à la fois d'un attachement à l'euro et d'une certaine déception à son égard. C'est particulièrement le cas des Italiens, qui ont été durement frappés par la crise économique et financière et n'ont pas vu fonctionner de mécanismes de solidarité en leur faveur.

SONDAGE SUR L'OPINION DES EUROPEENS SUR L'EURO

QA17.1. Quelle est votre opinion sur chacune des propositions suivantes ? Veuillez me dire, pour chaque proposition, si vous êtes pour ou si vous êtes contre.



Source : Commission européenne, Eurobaromètre, automne 2013.

Au sein de la zone euro, plus de **57 % des habitants de la zone euro estiment que la monnaie unique est bénéfique pour leur pays**, alors que 33 % estiment au contraire que l'euro n'est pas bon pour leur pays. Les avis favorables sont en progression par rapport à 2011, où 56 % des personnes interrogées estimaient que l'euro était positif pour leur pays, 36 % le jugeant alors négatif. Il est également encourageant de relever que, **dans tous les États de la zone euro – à l'exception du Portugal et de Chypre – les opinions favorables représentent plus de 50 % du total.**

Ces pourcentages favorables sont encore plus élevés lorsque l'on interroge les Européens sur les bénéfices de l'euro pour la zone euro dans son ensemble : ils sont alors **68 % à penser que l'euro est une bonne chose pour la zone euro**, contre 22 % d'opinions défavorables.

De fait, si certains partis ou courants politiques, le plus souvent aux extrêmes, défendent une scission ou un démantèlement de la zone euro, **aucun Etat de la zone euro et aucun parti de gouvernement au sein de l'UEM n'envisage actuellement une sortie de la zone euro** ainsi que le met en évidence le panorama des débats relatifs à l'euro réalisé par les missions économiques à la demande de la mission d'information.

Au-delà de la force du symbole que représente l'euro – en Allemagne, la grande coalition considère ainsi que l'euro est « *plus qu'une monnaie* » et y voit un

des fondements de l’ancrage allemand dans l’Union, pour Chypre c’est une confirmation de son ancrage dans la famille européenne –, **la totalité des États estiment que leur adhésion à la monnaie unique a été bénéfique, pour des raisons variées.** Certains, comme l’Allemagne et la Finlande, se félicitent de la stabilité monétaire ainsi apportée, de la stabilité des prix garantie par la politique monétaire depuis 1999 mais aussi des effets positifs sur les exportations, tandis que d’autres, comme l’Autriche, la Belgique, l’Irlande, le Luxembourg ou les Pays-Bas, estiment avoir largement profité de l’introduction de l’euro compte tenu de l’ouverture de leur pays et de leur position d’exportateur.

Les pays du Sud de l’Europe, auxquels la mise en place de l’euro a assuré, dans un premier temps, une croissance soutenue, mais menée le plus souvent au prix de déséquilibres structurels, qui ont contribué à la crise de la zone euro et conduit à la mise en place de programmes de soutien assortis de la mise en œuvre de politiques de rigueur, **se montrent tous attachés à l’euro.**

Ainsi, confrontée à une crise de confiance dans ses finances publiques à partir de 2010 et à une perte de compétitivité externe, la Grèce, a pu, grâce à son appartenance à la zone euro, bénéficier de la solidarité de ses partenaires européens. Si tel n’avait pas été le cas, la Grèce aurait certainement subi un effondrement de sa monnaie nationale, une inflation record, un défaut de paiement et un isolement international. Elle aurait donc connu une situation bien pire, qui ne lui aurait d’ailleurs pas évité de conduire des réformes structurelles importantes. En outre, actuellement, l’appartenance de la Grèce à la zone euro permet au pays de revenir sur les marchés plus rapidement et à des conditions plus avantageuses que ne le permettraient ses fondamentaux économiques. Si certains, comme à Chypre ou en Italie, estiment ne pas avoir bénéficié de la solidarité européenne, toute sortie de la zone euro est exclue.

Même s’il est encore très limité, il convient de souligner le développement, d’une forme d’« euroscepticisme », à la suite de la mise en œuvre des plans de sauvetage de la zone euro. Il en va ainsi en Allemagne, où, ainsi que l’a souligné Christian Hiller von Gaertringen, journaliste à la Frankfurter allgemeine Zeitung, le sentiment d’avoir été trompé par les Grecs et le refus d’éventuels transferts automatiques sont forts, mais aussi dans les pays du Nord, comme les Pays-Bas et la Finlande, ainsi qu’en Slovaquie, où la mise en place de mécanismes de sauvetage au bénéfice de membres de la zone euro dont le niveau de vie est supérieur a entraîné une baisse nette du « sentiment pro-monnaie commune ».

C. LES ELEMENTS DE FRAGILITE DE LA ZONE EURO NE DOIVENT PAS CONDUIRE A UN DEMANTELEMENT

1. Une diversité de situations économiques dans un cadre global caractérisé par une croissance faible et un taux de chômage élevé

Après avoir subi une crise financière et une crise des dettes souveraines sans précédent, l'économie de la zone euro présente aujourd'hui trois signes de fragilité, en particulier par comparaison avec le Royaume-Uni et les États-Unis : **une croissance qui demeure faible** – même si des signes de reprise apparaissent –, **la persistance de trajectoires économiques divergentes et de déséquilibres macroéconomiques forts et un taux de chômage particulièrement élevé**. En outre, les craintes liées **au manque de confiance dans la résilience du secteur bancaire et au niveau élevé de la dette souveraine demeurent**.

Après cinq années de croissance très limitée, voire négative, la zone euro devrait enregistrer une croissance de 1,2 % en 2014, puis de 1,8 % en 2015, selon les prévisions d'hiver de la Commission européenne, rendues publiques le 25 février dernier. Toutefois, la croissance potentielle de la zone euro sort durablement affaiblie des années de crise. En outre, le risque de déflation, contre lequel met en garde l'économiste Michel Aglietta, ne peut aujourd'hui être écarté.

Surtout, la zone euro se caractérise par des déséquilibres macroéconomiques persistants entre les pays du centre de l'Europe et les États de la périphérie, même si ceux-ci se réduisent, comme le met en évidence le rapport du mécanisme d'alerte publié concomitamment à l'examen annuel de la croissance 2014 de la Commission européenne. Plusieurs États membres ont ainsi diminué leur déficit courant et amélioré leur compétitivité-coûts. Toutefois, les déséquilibres ne sont pas totalement corrigés. Peu de progrès ont été accomplis dans la réduction de la dette publique et l'amélioration de la position extérieure globale nette des pays les plus endettés demeure lente. Dans le même temps, l'Allemagne, qui estime que le cours actuel de l'euro ne soulève aucun problème, enregistre des excédents courants supérieurs à 6 % du PIB. A cet égard, il convient de souligner que le Trésor américain a, dans un rapport récent, jugé l'excédent commercial allemand préjudiciable au bon équilibre européen.

La situation de l'emploi demeure par ailleurs inquiétante, en particulier pour les jeunes.

Le taux de chômage dans la zone euro s'établit ainsi à 11,8 % en mars 2014 selon Eurostat, contre 6,7 % aux États-Unis et un taux de chômage de l'ordre de 7 % au Royaume-Uni. L'évolution au sein de la zone euro est toutefois positive par

rapport à l'an dernier, où le taux de chômage s'élevait à 12 % en mars 2013. Ce taux moyen recouvre néanmoins des situations très disparates : l'Autriche et l'Allemagne ont les taux les plus faibles (respectivement 4,9 et 5,1%) tandis que la Grèce et l'Espagne ont les taux les plus élevés (respectivement 26,7 et 25,3 %).

Le taux de chômage des jeunes, en très léger recul, s'établit à 23,7 % dans la zone euro. Là encore, les situations sont très contrastées : le taux de chômage des jeunes s'élève à 7,8 % en Allemagne et 9,5 % en Autriche, mais à 56,8 % en Grèce et à 53,9 % en Espagne.

Enfin, l'économie européenne souffre d'une fragmentation financière persistante, qui se traduit par des conditions d'accès au crédit très inégales selon les États membres. En particulier, les PME des États d'Europe du Sud ont un accès au crédit très difficile, à l'inverse de ce qui se passe dans les autres États membres. Ainsi, 85 % des PME allemandes parviennent à financer la totalité de leurs besoins, contre 20 % en Grèce et 45 % en Europe du Sud.

2. Un éclatement de la zone euro ni souhaité, ni souhaitable

2.1. *Des propositions multiples*

Devant le constat de la situation économique de la zone euro et de la divergence des économies nationales, plusieurs économistes et hommes politiques se prononcent, souvent aux extrêmes de l'échiquier politique, en France mais également dans les autres États de la zone euro (et en particulier aux Pays-Bas), en faveur d'un éclatement de la zone euro. Il s'agirait ainsi de retrouver une pleine souveraineté sur la politique économique dans son ensemble, y compris la politique monétaire.

Les propositions sont variées :

– **sortie de l'euro** (partis communiste et d'extrême-droite néo-nazie grecs qui représentent chacun 7 % des voix aux dernières élections législatives, mouvement 5 étoiles italien de Bepe Grillo (audience de l'ordre de 20 %), parti communiste portugais (8 %), partis néerlandais PVV (10 %) et Partij voor de dieren (2 %), parti nationaliste extrémiste slovaque LSNS (1,6 %)) ;

– **scission de la zone euro en deux zones, nord et sud** (partis néerlandais ChristenUnie (3 %) et SGP (2 %)) ;

– **création d'une zone monétaire des pays vertueux** (défendu notamment par le parti d'extrême-droite autrichien FPÖ (20,5 % des voix), le parti majoritaire néerlandais VVD (27 %) et les partis néerlandais CDA (8 %) et 50PLUS (2 %)) ;

– **retour aux monnaies nationales et à une forme de système monétaire européen** comme cela a existé de 1979 à 1993 (défendu notamment par le parti allemand AfD (4,7 % des voix aux élections fédérales de septembre 2013)) ;

– **retour aux monnaies nationales mais avec le maintien d'un euro servant de monnaie commune.**

A noter que certains partis, comme Forza Italia, ne plaide pas en faveur d'une sortie de l'euro mais veulent faire de l'euro une « véritable monnaie commune », c'est-à-dire non soumise à des « diktats, en particulier allemands ».

2.2. L'illusion du démantèlement de l'euro

Quelle que soit sa forme, un démantèlement de la zone euro ne peut apporter de solution aux faiblesses actuelles de l'Union économique et monétaire. Au contraire, il comporte de nombreux risques.

Compte tenu du symbole que représente l'euro, un éclatement de la zone serait une catastrophe politique, humaine et morale.

Il n'existe d'ailleurs aucun précédent historique d'un « éclatement indolore » d'une union monétaire. Qu'il s'agisse de l'empire austro-hongrois, de l'URSS ou de la Yougoslavie, les démantèlements ont conduit à une hyperinflation et à des ajustements douloureux. Il est à cet égard révélateur de noter que ce sont en général les États les plus forts économiquement qui quittent en premier une union monétaire, comme cela a été le cas pour la Slovénie.

Il ressort d'ailleurs du panorama dressé par les missions économiques que, parmi les États sous programme d'ajustement économique, aucun ne désire en sortir car les conséquences en seraient plus dures que celles aujourd'hui subies dans le cadre des politiques de rigueur, et que parmi les autres États, l'idée selon laquelle un effondrement de la zone euro leur coûterait plus cher que leurs contributions nationales aux mesures de sauvetage est généralement répandue.

Dans le cas français, une sortie de l'euro aurait des conséquences particulièrement dommageables :

– cela reviendrait en effet à recréer des frontières commerciales et à rompre le lien entre marché unique et monnaie unique. La France perdrait ainsi les bénéfices du marché unique, or les entreprises françaises qui exportent utilisent le marché unique comme base arrière pour se développer au niveau mondial. Les entreprises françaises devraient à nouveau supporter le risque de change en Europe et gérer une trésorerie dans chacune des monnaies européennes dans lesquelles

elles ont une activité. Les conséquences seraient également difficiles à supporter pour des entreprises européennes comme Airbus ;

– cela entraînerait un choc de taux d'intérêt et un renchérissement important des coûts d'emprunt pour l'État, alors que sa dette publique représente 93 % du PIB ;

– il existerait à nouveau un risque de guerre des monnaies européennes avec des enchaînements de dévaluation compétitive. En outre, si la France dévaluait sa monnaie pour favoriser la compétitivité de ses entreprises, cela entraînerait également une hausse de l'inflation, qui, si elle est supérieure à la progression des salaires, entraîne des pertes de pouvoir d'achat, ce qui conduit généralement un mécanisme de rattrapage et à ce que l'on dénomme une « une boucle prix-salaires » ;

– les dettes privées devraient être renégociées avec les créanciers ;

– les épargnants perdraient sur les prêts consentis aux États européens dont les monnaies se déprécieraient ;

– cela entraînerait une fuite des capitaux ;

– cela aurait enfin pour conséquence une nette perte d'influence au sein des enceintes internationales.

Au-delà de ces conséquences, il faut reconnaître que les principales difficultés auxquelles la France est confrontée aujourd'hui, que ce soit en matière de croissance, d'emploi ou de maîtrise des finances publiques ne sont pas dues à l'euro, mais aux faiblesses intrinsèques de notre économie. Le salut de l'économie française ne passe pas par la sortie de l'euro, mais plutôt par des réformes structurelles.

La proposition relative à la mise en place de deux zones euro, une « zone Neuro » associant les États du Nord et une « zone Zeuro » réunissant les États du Sud – dans la terminologie des défenseurs néerlandais de cette proposition –, ne fait pas plus sens.

De même, quel intérêt présente un système avec des monnaies nationales dont la parité avec la monnaie commune est fixe ? Ainsi que le souligne Agnès Bénassy-Quéré, cela reviendrait à un système monétaire européen dont on a cherché à sortir et chaque monnaie nationale se retrouverait avec plusieurs taux de change par rapport à la même monnaie étrangère, ce qui serait source de marché noir et de fraude.

Au total, loin d'appeler à un éclatement de la zone euro, le bilan de la mise en place de la monnaie unique, globalement positif, exige une nouvelle politique économique plus intégrée pour tirer tous les bénéfices de l'euro.

Il convient en particulier de remédier aux faiblesses de l'économie de la zone euro, ce qui, dès lors que l'on exclut un démantèlement de la zone, conduit à s'interroger sur le policy-mix et les réformes à mener au sein de la zone euro.

II. LES FRAGILITES DE LA ZONE EURO APPELLENT NEANMOINS A UNE REFLEXION SUR LES MOYENS D'AMELIORER SON FONCTIONNEMENT

Trois pistes de réflexion doivent être envisagées : la politique monétaire conduite par la Banque centrale européenne, la mise en œuvre de réformes structurelles à même de stimuler la croissance et l'approfondissement de l'UEM.

A. UN ASSOUPPLISSEMENT DE LA POLITIQUE MONETAIRE...

Vos Rapporteurs estiment que la question du taux de change n'est pas la « bonne porte d'entrée » pour aborder l'euro.

D'aucuns la brandissent en ayant en tête que, en vertu de l'article 219 du TFUE, le Conseil peut, sur recommandation de la Commission européenne et après consultation de la BCE ou bien sur recommandation de la BCE, formuler des orientations générales pour la politique de change de l'Eurosystème.

Pour autant, cette procédure, qui n'a jamais été mise en œuvre jusqu'à présent, est subordonnée à l'impératif de ne pas porter atteinte à l'objectif de stabilité des prix. En outre, la France risquerait de se retrouver isolée au sein du Conseil, compte tenu du fait que plusieurs États, comme l'Allemagne ou l'Irlande, ne considèrent pas le niveau de l'euro comme un obstacle à leurs exportations, et que d'autres, dans le Sud de l'Europe, revendiquent leurs efforts structurels en termes d'amélioration de leur compétitivité. L'« euro fort » est en effet, de manière récurrente, surtout un débat franco-français.

En outre, le taux de change euro contre dollar, qui s'établit aujourd'hui autour de 1,39 dollar pour un euro, se situe dans la fourchette des taux observés depuis dix ans qui s'établit entre 1,20 et 1,60 dollar pour un euro. Le taux de change effectif réel de l'euro n'est pas très éloigné de sa valeur de long terme.

L'« euro fort » et son appréciation trouvent en outre des explications évidentes dans la structure de l'économie européenne, qui se caractérise par un excédent courant en progression – en raison notamment d'une insuffisance de

demande intérieure –, ainsi que dans la confiance des investisseurs dans la monnaie unique – dont témoignent les afflux de capitaux à la suite de la crise dans les pays émergents et de la crise russe.

Enfin, ainsi que le souligne la note du Conseil d'analyse économique relative à l'euro dans la « guerre des monnaies »³, compte tenu du fait que les exportations de la France hors zone euro, qui seraient les seules directement affectées par une dépréciation de l'euro, ne représentent que 11 % du PIB français. En conséquence, une baisse de l'euro, qui bénéficierait surtout aux grandes entreprises françaises, aurait un impact limité sur le déficit de compétitivité français.

On ne peut agir indépendamment sur le taux de change, qui résulte de la politique monétaire. Si l'euro s'avère trop fort, cela signifie que la politique monétaire est trop restrictive. A cet égard, au vu de la conjoncture, le niveau de l'euro conduit à s'interroger sur le caractère insuffisamment accommodant de la politique monétaire unique. Mais, en tout état de cause, plutôt que de se focaliser sur le taux de change, c'est plutôt sur le taux d'inflation, intimement lié au taux de change, qu'il convient de se concentrer. A cet égard, la faiblesse actuelle de l'inflation dans la zone euro, qui s'établit à 0,7 % en avril 2014, après avoir atteint 0,5 % en mars, appelle à la plus grande vigilance. La directrice du FMI a ainsi souligné, le 2 avril dernier, qu'« *une période prolongée de prix bas peut supprimer la demande et la production, la croissance et les emplois* ».

La faiblesse de l'inflation et les fragilités de la zone en matière de financement des entreprises et de croissance laissent penser que la politique monétaire de la zone euro est devenue trop restrictive.

De manière plus générale, le décalage entre les performances des économies américaine et britannique et celles de la zone euro conduisent à s'interroger sur l'opportunité d'infléchir la politique monétaire conduite au sein de l'Union économique et monétaire, afin qu'elle soit davantage accommodante, ainsi que sur les modalités d'action de la Banque centrale européenne.

Trois pistes de réflexion peuvent, à ce stade, être étudiées :

- le mandat de la BCE ;
- la définition de l'objectif de stabilité des prix ;

³ L'euro dans la « guerre des monnaies », Agnès Bénassy-Quéré, Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin et Guillaume Plantin, *Les notes du Conseil d'analyse économique*, janvier 2014.

– le développement de nouveaux instruments de politique monétaire.

1. S'il n'apparaît pas opportun, à ce stade, de modifier le mandat de la Banque centrale européenne, cette piste doit encore être creusée

Dans leur réflexion, vos Rapporteurs partent du principe que l'indépendance de la Banque centrale européenne constitue un impératif, qui ne peut en aucun cas être remis en cause.

1.1. L'objectif de stabilité des prix

Le mandat de la Banque centrale européenne, défini par les articles 119 et 127 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne et précisé par les articles 17 à 24 du protocole sur le statut du Système européen de banques centrales (SEBC)⁴ et de la Banque centrale européenne, **est centré sur la stabilité des prix.**

En effet, la stabilité des prix est présentée comme **l'objectif principal du système européen de banques centrales.**

Toutefois, l'objectif **du soutien aux politiques de l'Union pour la réalisation de ses objectifs est également affirmé, à titre secondaire néanmoins.**

Rappelons que, parmi les objectifs de l'Union figurent **une croissance économique équilibrée et le plein emploi.** En effet, l'article 3 §3 du traité sur l'Union européenne précise que l'Union « *œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et à un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique* ».

La rédaction suffisamment souple retenue dans les traités pour définir les missions du système européen de banques centrales permet ainsi d'inclure le **soutien à la croissance et la stabilité financière.**

D'aucuns, s'inspirant du modèle de la Réserve fédérale américaine (Fed), dont les objectifs de politique monétaire sont le plein emploi, la stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme modérés (ce dernier objectif étant moins pris en

⁴ Le texte du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne fait généralement référence au SEBC plutôt qu'à l'Eurosystème, car il a été rédigé en partant du principe que l'ensemble des États membres de l'Union européenne adopteraient l'euro. L'Eurosystème est constitué de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) des États membres de l'Union dont la monnaie est l'euro, tandis que le SEBC se compose de la BCE et des BCN de l'ensemble des États membres de l'Union. Cette distinction entre l'Eurosystème et le SEBC sera maintenue tant que certains États membres n'auront pas adopté l'euro.

considération aujourd'hui), suggèrent de placer, au niveau européen, les objectifs de croissance et de plein emploi au même rang que celui de la stabilité des prix.

A ce stade de leur réflexion, vos Rapporteurs ne sont pas favorables à cette proposition pour trois raisons.

Tout d'abord, en pratique, le mandat confié au SEBC apparaît suffisamment large pour permettre des actions en faveur de la croissance et de l'emploi. La Banque centrale européenne prend ainsi en compte les variations de l'activité. En témoigne sa politique assise sur deux piliers, l'analyse monétaire et l'analyse économique (qui repose en particulier sur l'examen de l'évolution de la production globale, de la situation sur le marché du travail, les politiques budgétaires ainsi que de la balance des paiements de la zone euro). Le maintien de conditions monétaires accommodantes témoigne en outre du désir d'éviter le risque d'une dépression économique et de contrer les pressions inflationnistes. M. Benoît Coeuré, membre du directoire de la BCE, a ainsi confirmé à la mission d'information, qu'« *un mandat centré sur la stabilité des prix n'empêche pas de traiter de la croissance et du taux de chômage* » et le président de la Banque centrale européenne Mario Draghi avait souligné, lors de son audition à l'Assemblée nationale le 26 juin 2013, que le mandat de la BCE « *recouvre les mêmes missions que celles qui sont confiées à d'autres institutions* ».

Par ailleurs, dans les faits, il semblerait – mais cela demande à être confirmé lors de la mission aux Etats-Unis – que la Fed accorde plutôt la priorité à la stabilité des prix sur le plein emploi.

Ensuite, la liste des instruments à la disposition de la Banque centrale européenne semble suffisamment souple pour garantir l'efficacité de son action. En effet, outre le recours aux opérations d'open market et de crédit d'une part et aux réserves obligatoires d'autre part, le protocole sur les statuts du système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne annexé aux traités prévoit, dans son article 20, que « *le conseil des gouverneurs peut décider, à la majorité des deux tiers des suffrages exprimés, de recourir aux autres méthodes opérationnelles de contrôle monétaire qu'il jugera opportunes* ».

Enfin, vos Rapporteurs mettent en garde devant toute tentation de réviser les traités. Aujourd'hui, compte tenu de l'évolution des opinions publiques, la volonté qui pourrait être exprimée par le Royaume-Uni mais également l'Allemagne pourrait aller en faveur non pas d'un approfondissement de l'Europe mais de « moins d'Europe ». Un profond sentiment de méfiance est en effet apparu en Allemagne à la suite de la crise. Christian Hiller von Gaertringen, journaliste à la Frankfurter Allgemeine Zeitung, a ainsi indiqué à la mission d'information que,

si l'opinion publique allemande était majoritairement pro-européenne et soutenait l'euro, elle avait le sentiment d'avoir été trompée par la Grèce et qu'elle ne souhaitait pas que puissent être prévus des transferts automatiques où les Allemands n'auraient pas de droit de regard. En témoignent les réticences allemandes à la mise en place du fonds de résolution unique.

1.2. L'interdiction du financement monétaire des États

Si le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne confère un mandat relativement souple à l'Eurosystème, il pose une limite absolue à son exercice : l'interdiction du financement monétaire des États.

Ainsi l'article 123 du TFUE stipule, dans son paragraphe 1 qu'« *il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres [...] d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite* ».

Cette interdiction, condition impérative de l'accord de l'Allemagne à la création de l'Union économique et monétaire, constitue une singularité. Une telle disposition n'existe pas aux Etats-Unis. Mais, il est vrai, le financement monétaire est, dans le cas américain, envisagé au niveau de l'Etat fédéral et non au niveau des États fédérés.

Selon la Banque centrale européenne, l'interdiction posée par l'article 123 du TFUE proscrit les achats directs de titres souverains, mais pas les achats d'obligations réalisés sur le marché secondaire, c'est-à-dire auprès des banques et aux prix du marché. En conséquence, le programme pour les marchés de titres lancé en mai 2010 et clos en septembre 2012, la décision de mettre en place, le cas échéant, des opérations monétaires sur titres (OMT)⁵ ou encore d'éventuelles opérations d'assouplissement quantitatif (cf. *infra*), qui sont conçues comme autant de mesures temporaires et extraordinaires, sont conformes au traité.

Toutefois, cette analyse fait l'objet d'interrogations de la part de la Cour constitutionnelle allemande. En effet, dans sa décision du 7 février 2014, la Cour de

⁵ *Opérations monétaires sur titres qui prendraient la forme d'interventions illimitées sur les marchés secondaires des obligations souveraines en échange d'engagements dans le cadre du Mécanisme européen de stabilité. Annoncé en août 2012, décidé en septembre 2012, ce programme n'a pas été mis en œuvre à ce stade. Son annonce a toutefois permis de rétablir le bon fonctionnement du marché et de restaurer la confiance dans la zone euro.*

Karlsruhe, chargée d'examiner la constitutionnalité de la décision prise par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne le 6 septembre 2012 de mettre en place, en cas de besoin, un programme de rachats de titres de dette souveraine sur le second marché (OMT) – estime, sous réserve de l'interprétation de la Cour de justice de l'Union européenne, qu'il existe « *des raisons importantes de supposer qu'il (le programme) va au-delà du mandat de politique monétaire de la BCE et est ainsi en infraction vis-à-vis des prérogatives des États membres et de l'interdiction d'un financement monétaire du budget* ». Toutefois, elle « *juge également possible qu'une interprétation restreinte de la décision OMT* » la rende conforme au droit communautaire.

En conséquence, la Cour de Karlsruhe a procédé, pour la première fois, le 7 février dernier, à un renvoi préjudiciel auprès de la Cour de justice de l'Union européenne.

Deux questions sont ainsi posées à la Cour de Luxembourg :

– la décision prise par le Conseil des gouverneurs n'outrepasse-t-elle pas le mandat de la BCE ? En particulier, ne constitue-t-elle pas un acte indépendant de politique économique, ce qui serait contraire à la répartition des compétences prévue dans les traités ?

– cette décision n'est-elle pas contraire à l'interdiction du financement monétaire des déficits publics posée à l'article 123 du TFUE ?

La Cour de Luxembourg ne s'est pas encore prononcée. Toutefois, il semble peu probable qu'elle juge la décision de la BCE contraire au droit communautaire.

Une évolution de la position allemande sur la question des instruments mobilisables par la BCE (programme des opérations monétaires sur titre et assouplissement quantitatif) et sur son mandat n'est par ailleurs pas exclue, ainsi que l'a indiqué le journaliste de la FAZ Christian Hiller von Gartringen à la mission d'information.

En conclusion, vos Rapporteurs estiment, à ce stade de leurs travaux, qu'une révision du mandat de la BCE n'est pas nécessaire. Elle pourrait en revanche intervenir de manière utile lorsque la zone euro constituera une véritable union budgétaire avec une capacité d'endettement propre et une politique sociale et de l'emploi spécifique.

2. La définition de la stabilité des prix

L'objectif de stabilité des prix, qui s'applique au niveau général des prix dans l'économie, signifie qu'il ne doit pas y avoir de périodes prolongées d'inflation ou de déflation.

Les traités ne donnent pas de définition précise de la stabilité des prix. Aussi, le Conseil des gouverneurs de la BCE en a donné sa propre définition en fixant, en 1998, à 2 % le plafond maximum de progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro.

Cette fermeté a été contestée, au motif qu'en l'absence de taux plancher, elle risquait d'ouvrir la voie vers la déflation.

En conséquence, **la BCE a fait évoluer son objectif en mai 2003 pour le centrer sur un maintien de l'inflation à un niveau proche de 2 % à moyen terme** (et non plus un taux compris entre 0 et 2 %).

Est-ce à la BCE de fixer un objectif d'inflation ? Certains économistes ont suggéré que la définition des objectifs d'inflation relève d'un organe politique, et non de la BCE. Certaines banques centrales, dont la Banque d'Angleterre, ne disposent en effet que d'une indépendance opérationnelle, et non de l'indépendance quant à la définition de l'objectif poursuivi. Mais, vos Rapporteurs écartent cette possibilité, qui reviendrait à franchir une ligne rouge pour l'Allemagne.

La définition de la stabilité des prix donnée par la BCE soulève deux interrogations, l'une sur ce que recouvre l'expression « moyen terme », l'autre relative au niveau de 2 %.

Il serait en effet utile que la BCE précise ce qu'elle entend par « moyen terme ».

Par ailleurs, si l'inflation s'est établie à 1,97 % depuis l'introduction de l'euro, il n'en demeure pas moins que la faiblesse de l'inflation actuelle (0,7 % en avril) et les risques de déflation conduisent à s'interroger sur la pertinence de cet objectif chiffré. Compte tenu des situations très diverses des économies des États membres, poursuivre un objectif de 2 % implique une inflation bien supérieure à 2 % en Allemagne alors qu'elle est plutôt de l'ordre d'1 % dans les États du Sud de l'Europe en raison des ajustements menés.

Certains proposent de supprimer purement et simplement cet objectif de 2 % – qui est d'ailleurs également retenu actuellement par la Fed mais assorti d'un objectif en termes de taux de chômage –, d'autres de la porter à un niveau

supérieur, 3 % par exemple. Agnès Bénassy-Quéré formule une proposition originale, qui reviendrait à prévoir, de manière temporaire, un dépassement possible de la cible de 2 %.

Vos Rapporteurs estiment nécessaire d'approfondir leurs travaux sur ce point.

3. Mobiliser de nouveaux instruments

Depuis 2007, la Banque centrale européenne, qui entend réagir au mieux face à la crise, a déployé toute une palette d'instruments conventionnels mais également non conventionnels, qu'il s'agisse de l'abaissement de ses taux directeurs à plusieurs reprises, de l'adoption de mesures de fournitures de liquidité extraordinaires en octobre 2008, de la mise en place d'un programme d'achat d'obligations sécurisées en juin 2009, du lancement du programme pour les marchés de titres en mai 2010 et de deux opérations de refinancement à plus long terme en décembre 2011, de la baisse à 1 % du taux des réserves obligatoires depuis le 18 janvier 2012, de l'annonce du programme OMT en août 2012 ou encore de l'adoption, le 4 juillet 2013, d'une nouvelle stratégie de communication dite de « *forward guidance* » ou « *guidage prospectif* », qui consiste à annoncer et à s'engager sur la trajectoire future des taux directeurs.

Toutefois, depuis l'automne 2012, la Banque centrale européenne se distingue des autres institutions en menant une politique monétaire moins expansionniste, ce qui explique en partie le décalage entre les performances de l'économie américaine et celles de la zone euro. Elle a pu en outre apparaître comme réagissant tardivement, ou de manière plus mesurée, par rapport à la Fed. Ainsi, alors que la Fed a abaissé son principal taux directeur à 0,25 % le 16 décembre 2008 et le maintient à ce niveau depuis, la BCE a porté le sien à 0,25 % le 13 novembre 2013. De même, la Fed a mené une politique intensive de « *quantitative easing* » ou « *assouplissement quantitatif* », contrairement à la Banque centrale européenne.

Alors que la Banque centrale semble devoir atteindre les limites des instruments conventionnels, une réflexion doit être menée sur l'opportunité de développer les techniques d'« *assouplissement quantitatif* » et d'infléchir la stratégie de « *guidage prospectif* ».

Le président de la Banque centrale européenne Mario Draghi a d'ailleurs indiqué, le 13 avril dernier, qu'« *un renchérissement du taux de change nécessiterait un nouvel aménagement de la politique monétaire* », le cas échéant grâce à un « *nouveau stimulant* ».

A ce stade, les instruments que la BCE peut encore mobiliser pourraient en effet ne pas suffire.

La BCE pourrait tout d'abord procéder à une nouvelle baisse de son principal taux directeur, le « repo », qui s'établit toutefois à 0,25 %. Il pourrait être à nouveau abaissé à 0,10 ou 0,15 %, mais il sera difficile d'aller au-delà.

Le taux de rémunération des dépôts, qui est aujourd'hui à 0 %, pourrait être porté à un niveau négatif pour encourager les banques à utiliser l'argent qu'elles ont placé auprès de la Banque centrale européenne et qui correspond au solde du LTRO (soit environ 200 milliards d'euros).

Une autre option consisterait à mettre en place un LTRO conditionnel, c'est-à-dire des prêts d'une durée de 3 ans conditionnés à une augmentation, par les banques, de leur encours de prêts. C'est un instrument auquel a recours la Banque d'Angleterre. Toutefois, la mise en place de ce type d'instruments suppose d'être capable de vérifier le respect des obligations ainsi posées.

Si toutefois, les prêts à l'économie ne se développaient pas davantage et si l'inflation demeurait à un niveau faible, la Banque centrale européenne pourrait recourir à une politique d'« *assouplissement quantitatif* » ou d'achats massifs d'actifs, sur le modèle de la Réserve fédérale américaine.

Ainsi, après avoir abaissé son principal taux directeur à 0,25 % en 2008, la Fed a injecté massivement et durablement des liquidités dans les marchés de dettes publique et privée par achats d'actifs. Trois opérations successives ont conduit à un achat total d'environ 2 000 milliards de dollars de bons du Trésor et 1 600 milliards de dollars de titres hypothécaires ou de titres émis par les agences fédérales.

Ainsi que l'a souligné Benoît Coeuré, membre du directoire de la Banque centrale européenne, la Fed ne prend pas beaucoup de risques en menant de telles opérations, dans la mesure où elle achète à titre principal des obligations d'Etat et que les titres privés qu'elle achète sont garantis (il s'agit de « mortgage » garantis par les agences Freddie Mac et Fanny Mae).

La mise en œuvre de cette technique d'achats d'actifs par la Banque centrale européenne soulève plusieurs questions, dont la principale est celle de la nature des actifs ainsi achetés.

En Allemagne, le débat porte surtout sur la question des actifs publics : cela ne revient-il pas à faire du financement monétaire des États ? Les Allemands seraient ainsi plus favorables à des achats de titres privés plutôt que publics, contrairement à ce qui se fait aux Etats-Unis, mais il s'agit de titres relevant de

l'Etat fédéral et non des États fédérés. En tout état de cause, cela renvoie aux questions soulevées par le programme OMT. Néanmoins, compte tenu du fait que les emprunts d'Etat représentent la moitié du total du marché des titres de dette dans la zone euro (environ 6 400 milliards sur un total de 12 400 milliards d'euros), ce serait, *a priori*, la classe d'actifs privilégiée si la BCE devait déclencher un vaste plan d'achats. La BCE achèterait ainsi principalement des titres allemands, français et italiens, la clef de répartition pouvant être le poids dans l'économie ou bien la participation de l'Etat au capital de la BCE. Ce ne serait pas l'instrument le plus efficace pour soutenir les États de la périphérie qui en ont le plus besoin, mais ce serait un instrument de lutte contre un problème d'inflation qui touche l'ensemble de la zone euro.

En réalité, ce sont plutôt les titres privés qui risquent de poser problème. S'il s'agit, pour la BCE, d'acheter des « paquets » de prêts à l'économie, le risque d'asymétrie d'information et de sélection adverse est en effet élevé. Les banques seraient en effet tentées de céder leurs actifs les plus risqués, alors qu'il serait difficile, pour la BCE, de les détecter. En tout état de cause, l'efficacité de telles mesures suppose un développement de la titrisation répondant à des impératifs de simplicité et de transparence.

La seconde piste qui pourrait être étudiée pour lutter contre la faiblesse de l'inflation est celle d'une évolution de la stratégie de « *guidage prospectif* » de la BCE. Celle-ci repose, depuis juillet 2013, sur la formule selon laquelle « *le Conseil des Gouverneurs anticipe que les taux directeurs demeurent à leur niveau actuel ou à des niveaux plus bas pour une période de temps prolongée* ».

Il s'agit d'une formule assez vague si on la compare à la stratégie de la Fed, dont le Comité de politique monétaire énonce de manière plus précise ses intentions en les liant à des seuils explicites d'emploi et d'inflation. Ainsi, le comité, qui procède actuellement à un resserrement monétaire en ralentissant son rythme d'achats de titres effectués dans le cadre du « *quantitative easing* », affirme son engagement à maintenir son taux directeur à son niveau plancher « *bien après le franchissement à la baisse du seuil des 6,5 % de chômage, particulièrement si les perspectives d'inflation se maintiennent en-deçà de la cible de 2 % du comité* ».

Ainsi que le propose Agnès Bénassy-Quéré, la BCE pourrait davantage préciser ses intentions, par exemple en s'engageant à maintenir des taux d'intérêt bas et à poursuivre des politiques non conventionnelles tant que l'inflation moyenne dans la zone euro resterait inférieure à un seuil explicite.

B. ...NE POURRAIT DISPENSER LES ETATS DE LA ZONE EURO DE CONDUIRE DES REFORMES STRUCTURELLES ET D'APPROFONDIR L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE

Une inflexion de la politique monétaire dans un sens plus accommodant serait bienvenue, mais elle ne serait pas suffisante pour remédier aux faiblesses – notamment originelles – de la zone euro, qui suppose également la mise en œuvre de réformes structurelles et l'approfondissement de l'UEM.

1. Une mise en œuvre de réformes structurelles nécessaire

Le retour à la croissance suppose de procéder aux assainissements budgétaires nécessaires à la maîtrise des niveaux d'endettement et d'accroître la compétitivité et la capacité productive structurelle des économies de la zone euro.

S'ils ne s'accordent pas nécessairement sur les moyens à mettre en œuvre pour y parvenir, vos Rapporteurs se retrouvent sur le constat selon lequel, pour gagner en compétitivité et en croissance, la France doit avant tout mener des réformes structurelles et redresser ses finances publiques.

En tout état de cause, un assouplissement monétaire ne peut dispenser la France de mener des réformes.

2. Un approfondissement de l'UEM indispensable

Il s'agit tout d'abord de mener à bien l'union bancaire, qui est essentielle pour stabiliser les conditions financières dans l'ensemble des États membres de la zone et pour restaurer l'unicité de l'union monétaire. Il s'agit en particulier de remédier aux difficultés de transmission de la politique monétaire.

A cet égard, la revue de qualité des actifs bancaires et les tests de résistance qui seront conduits par la BCE en lien avec l'Autorité bancaire européenne avant la prise en charge, par la BCE, de sa nouvelle mission de superviseur européen, devraient contribuer à restaurer la confiance dans le système bancaire et ainsi favoriser la reprise des flux de crédit.

Alors que le financement des entreprises est assuré à hauteur des $\frac{3}{4}$ par les banques en Europe, il convient par ailleurs de développer la titrisation.

Améliorer le fonctionnement de l'UEM suppose en outre une coordination accrue des politiques économiques, ainsi que l'avait déjà souligné, en avril 1989, le Comité pour l'étude de l'Union économique et monétaire présidé par Jacques Delors dans son rapport fondateur pour la mise en place de l'euro. En tout état de

cause, la situation actuelle appelle à un rééquilibrage des balances commerciales et courantes entre les États de la zone euro. Les pays en situation de déficit doivent conduire des politiques en faveur du renforcement de leur compétitivité, tandis que les pays en situation d'excédent doivent davantage investir et consommer.

Les fragilités originelles de la zone euro, qui ne constitue pas une zone monétaire optimale, nécessitent par ailleurs la mise en place d'un véritable budget fédéral, à même de jouer un rôle contra-cyclique en cas de choc affectant un Etat membre de la zone euro, ainsi que d'une capacité d'endettement.

Enfin, ces avancées doivent s'accompagner d'un renforcement de la légitimité démocratique des décisions prises au sein de la zone euro.