

DOUBLER LA MISE : VERS UNE ZONE EURO PLUS LARGE, PLUS INTÉGRÉE ET PLUS FORTE

ALESSANDRO PROFUMO *

La création de la zone euro apparaît comme une réussite extraordinaire qui a nargué au cours des dix dernières années tous les sceptiques et a même dépassé les attentes les plus optimistes. Mais il y a des raisons de croire que les dix prochaines années seront encore plus cruciales.

Dans la prochaine décennie, l'un des points centraux pour la zone euro sera son élargissement. Des graines ont été d'ores et déjà semées avec l'entrée dans l'Union européenne d'un nombre important de pays d'Europe centrale et orientale. En vertu des règles en vigueur, les nouveaux États membres de l'Union européenne ne peuvent pas se prévaloir d'une clause de sortie et ils se sont donc automatiquement engagés à devenir des membres de la zone euro. En fait, certains nouveaux membres, comme Chypre, Malte, la Slovénie et la Slovaquie, ont déjà adopté l'euro. Le moment précis de l'adhésion des autres pays reste incertain, notamment en raison de la crise économique et financière. Mais il ne fait pratiquement aucun doute que ces pays entreront dans la zone euro au cours de la prochaine décennie.

Un élargissement de cette ampleur modifiera profondément la nature de la zone euro : les nouveaux membres apporteront du sang neuf et de nouvelles idées, une « dose de dynamisme » qui est bien nécessaire. En fait, avec l'arrivée de ces pays, la zone euro disposera d'un trait distinctif qui est déjà une caractéristique de l'Union

* Directeur général, UniCredit Group.

européenne, à savoir une diversité sans pareille. Dans le débat actuel sur l'économie mondiale et le système financier international, lorsque nous parlons de l'Europe ou de l'Union européenne, nous avons tendance à la considérer comme une économie pleinement « développée » et avancée, à l'instar des États-Unis ou du Japon. Mais l'Europe est bien plus que cela : l'Union européenne est désormais un bloc extrêmement diversifié, qui regroupe des économies avancées comme l'Allemagne et l'Italie, mais aussi des économies importantes, qui sont encore traditionnellement définies comme des marchés émergents, la Bulgarie et la Roumanie par exemple, et toutes les catégories de pays intermédiaires. De ce point de vue, l'Europe est bien unique : il n'y a pas d'autre partie du monde où une gamme aussi vaste et aussi diverse de pays est liée par un ensemble aussi dense et étendu d'institutions et de règles. Cette diversité est une source d'opportunités considérables, à commencer en termes de perspectives de croissance. Les membres qui « convergent » vers l'Union européenne disposent d'une bien plus forte croissance potentielle que les membres actuels de la zone euro. Ceci reflète pour partie le phénomène habituel de « rattrapage » qui est bien décrit dans la littérature économique : dans ce domaine, ce sont les membres « convergents » qui bénéficient des transferts de technologies et de savoir-faire de leurs partenaires plus avancés et qui, par ce biais, accélèrent leur développement économique. Mais ce processus fonctionne également dans l'autre sens : les pays « convergents » induisent un plus grand dynamisme chez les membres actuels de la zone euro, en apportant une main-d'œuvre plus jeune et plus motivée, des idées nouvelles, en remettant en cause les idées établies en matière d'échanges commerciaux et en instaurant une concurrence plus vive.

Intégrer une telle diversité de pays dans un cadre économique commun soulève également, bien évidemment, son lot de défis. Tout comme l'élargissement de l'Union européenne a déclenché un vif débat sur les mécanismes de vote, l'élargissement de la zone euro exigera des changements institutionnels au niveau du processus de décision de la Banque centrale européenne (BCE) pour assurer un fonctionnement harmonieux et efficace. Au cours de ses dix premières années d'existence, la BCE a subi périodiquement un certain nombre de critiques et notamment : celle qu'une politique monétaire à « taille unique » ne convient pas à tous les pays membres ; celle, par voie de conséquence, que les membres du Conseil des gouverneurs seront inévitablement en désaccord car ils mettront sur la table des préoccupations et des priorités nationales différentes ; et celle qu'une politique monétaire commune est insoutenable sans une politique budgétaire commune. Ces critiques ont déjà été partiellement

démenties : les membres du Conseil des gouverneurs ont amplement démontré que dans leurs délibérations, ils raisonnent en termes de zone euro dans son ensemble plutôt qu'en fonction des différents pays, et que s'il y a parfois des divergences au sein du Conseil, celles-ci ne tiennent pas à la nationalité de leurs membres.

Jusqu'ici, le processus de prise de décisions au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE s'est révélé adéquat et réactif : le sentiment général était traditionnellement que la BCE serait plus lente à réagir aux événements que d'autres banques centrales comme la Federal Reserve ou la Banque d'Angleterre, mais cette impression a été mise à mal par la réaction rapide et déterminée de la BCE face à la crise de liquidité qui a explosé à la fin de 2007, ainsi qu'aux divers épisodes de dislocation des marchés qui se sont succédé au cours de la crise. L'attitude moins activiste de la BCE en matière de politique de taux d'intérêt peut désormais s'affirmer, de façon crédible, comme l'expression d'une philosophie de « la main ferme » plutôt que comme le résultat d'une soi-disant lenteur de son processus de délibération. Cette efficacité de l'institution ne peut cependant pas être considérée comme acquise et la BCE a déjà elle-même reconnu qu'il ne serait pas avisé d'élargir purement et simplement le Conseil des gouverneurs pour accueillir un représentant de chacun des nouveaux pays membres de la zone euro. Il faudra donc instaurer un système de rotation au sein du Conseil des gouverneurs, ce qui à son tour exigera un degré plus grand de coopération et de confiance entre chacun des membres, étant donné que certains d'entre eux seront périodiquement absents du Conseil alors que celui-ci devra prendre des décisions politiques importantes qui les affecteront inévitablement.

La mise en œuvre de ces changements devra être accélérée. L'enthousiasme des nouveaux membres de l'Union européenne pour l'adhésion à la zone euro a connu des hauts et des bas au cours des dix dernières années, mais la crise récente a rappelé, parfois brutalement, le « coût de la vie » sans l'euro, plusieurs pays en Europe centrale et orientale ayant été éprouvés par les brutales fluctuations de leurs taux de change. La plupart des pays candidats semblent maintenant désireux d'adhérer le plus rapidement possible à la zone euro, alors qu'au même moment, la BCE a montré des signes sérieux de préoccupation quant au risque que représenterait l'adhésion de nouveaux membres à la zone euro sans qu'ils aient atteint un degré suffisant de convergence « réelle ». Cette situation exige un plus grand degré de coopération entre tous les pays membres de l'Union européenne. Pour ma part, je considère que la meilleure ligne de conduite est d'accélérer l'élargissement de la zone euro et qu'à ce titre, ses membres actuels devraient activer le débat sur les ajustements nécessaires de la

gouvernance de la BCE et devraient encourager et aider les États candidats à progresser dans leurs propres réformes.

Si l'accent a maintenant été mis davantage sur la question de la convergence réelle, les critères de la convergence nominale font également l'objet d'une attention soutenue, notamment en ce qui concerne les critères de Maastricht en matière de politique budgétaire. Les stimuli budgétaires qui ont été décidés en réponse à la crise ont creusé des déficits budgétaires dans certains pays bien au-delà du plafond des 3 % de PIB et le sauvetage des banques menace de faire passer de nombreux pays au-delà du plafond des 60 % du PIB pour la dette publique. Les règles définies par le traité de Maastricht étaient censées instaurer un degré suffisant de coordination des politiques budgétaires en l'absence d'une autorité budgétaire unique et faire régner un degré suffisant de discipline budgétaire au sein de la zone euro. Ces règles ont échoué dans les deux cas. Après plusieurs années de croissance économique record, pratiquement aucun pays ne se trouvait dans une situation budgétaire suffisamment saine pour faire face à la situation de crise sans enfreindre gravement les limites posées à Maastricht - et ceci n'était clairement pas dans l'esprit des règles fixées alors. Par conséquent, une autre priorité sera de repenser les règles budgétaires, afin d'assurer que leur nature contracyclique puisse vraiment jouer en pratique. Ceci est d'autant plus urgent aujourd'hui que les marchés sont visiblement préoccupés par la hausse rapide des niveaux de la dette publique : les gouvernements de la zone euro doivent rétablir la confiance des marchés en leur capacité à assurer la soutenabilité de leurs politiques budgétaires.

Parvenir à une plus grande coordination des politiques budgétaires ne sera pas une tâche aisée et une réforme des critères de Maastricht pourrait ne pas suffire en la matière. Il faudrait réfléchir en particulier à la possibilité de centraliser certaines prérogatives de politique budgétaire au niveau de la zone euro dans son ensemble. C'est une question très controversée, dans la mesure où la faculté de lever l'impôt et d'engager des dépenses est un trait distinctif de la souveraineté nationale et où le transfert d'une partie de celle-ci au niveau européen ne serait pas anodin sans une plus grande intégration politique. Pourtant, certains progrès ont déjà été accomplis : un budget européen existe déjà, qui permet de réaliser des objectifs définis propres à l'Union européenne. Une plus grande coordination des politiques budgétaires permettrait également de répondre à un autre problème mis en évidence par la crise actuelle, à savoir la segmentation du marché des obligations souveraines dans la zone euro : pendant certaines phases de la crise, nous avons observé en effet un très fort élargissement des *spreads* entre les obligations de différents pays de la zone euro, ce qui montre que le

marché obligataire libellé en euros ne peut pas encore être considéré comme aussi liquide et aussi profond que celui des États-Unis.

Dans le même ordre d'idées, nous devrions certainement voir une modification importante d'autres aspects de la gouvernance de la zone euro. La récente crise financière a largement démontré le besoin d'une plus grande coordination de la supervision et de la régulation du secteur financier. Dans les premières étapes de la crise, la segmentation des responsabilités de surveillance en fonction des frontières nationales et le degré insuffisant de coordination entre les superviseurs nationaux ont considérablement limité la capacité à évaluer avec suffisamment de rapidité et de précision l'étendue des dégâts et des risques systémiques qui menaçaient le système financier de la zone euro. Y compris à ce jour, soit deux ans après l'apparition de la crise, cette même segmentation des responsabilités reste un obstacle à l'établissement d'une complète transparence dans l'ensemble de la zone euro et, par la même, au rétablissement d'une pleine confiance des marchés à l'égard du secteur financier de la zone euro. Il s'agit clairement d'un domaine à réformer en priorité, afin non seulement d'accélérer la consolidation du système financier de la zone euro, mais aussi d'améliorer le fonctionnement harmonieux des marchés et de minimiser à l'avenir le risque de nouvelles phases aiguës d'instabilité financière.

Dans l'esprit des propositions récentes du groupe de Larosière, nous devrions constater d'ici à dix ans une plus grande centralisation de la supervision et de la gestion des risques macroprudentiels. Même si elles sont très loin d'établir une autorité unique de supervision, les recommandations du Comité représentent une avancée considérable. Le système européen des superviseurs financiers (SESF) suggéré par le Comité aurait le pouvoir d'exercer des arbitrages juridiquement contraignants entre les superviseurs nationaux et d'imposer à des institutions financières individuelles des normes réglementaires de gestion et des décisions techniques contraignantes, tout comme la possibilité de mener à bien une surveillance et une coordination des collègues de superviseurs. Je continue de croire qu'une autorité complètement centralisée serait préférable, particulièrement s'agissant des plus importantes institutions financières transfrontalières, mais il ne fait pas de doute que le SESF devrait constituer un mécanisme efficace de coordination et d'harmonisation des décisions et une amélioration très significative par rapport au *statu quo* actuel.

La BCE est appelée à jouer un rôle central dans ce nouveau cadre institutionnel : en particulier, le Conseil des risques systémiques serait chargé de la supervision macroprudentielle et serait placé sous les auspices de la BCE et présidé par son président. L'extension du mandat de la BCE lui confèrera des responsabilités supplémentaires - le

principal défi pour la BCE étant de veiller à ce que ces responsabilités supplémentaires renforcent sa capacité à exercer son mandat en matière de stabilité des prix sans perturber celui-ci. Pour ma part, je crois que la BCE est déjà complètement en mesure de relever ce défi. En effet, la dernière crise financière l'a déjà contrainte à prendre en considération de façon précise et concrète les relations entre stabilité macroprudentielle, stabilité du secteur financier et évolutions macroéconomiques, notamment au niveau des répercussions sur la stabilité des prix.

Je voudrais souligner que les réformes en vue d'une plus grande centralisation, coordination et harmonisation de la supervision du secteur financier deviendront encore plus importantes à mesure que la zone euro s'élargira. L'intégration du secteur financier a précédé l'élargissement de la zone euro, dans la mesure où UniCredit et d'autres institutions financières implantées sur l'ensemble de la zone euro ont été amenées à jouer un rôle de plus en plus important dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne. La mesure et la force de cette intégration financière ont été mises en évidence au cours de la crise qui a clairement montré que la zone euro et les PECO (pays d'Europe centrale et orientale) forment déjà un ensemble soudé. En outre, la BCE elle-même est entrée dans la danse en apportant un soutien précieux en faveur de certains PECO qui connaissaient des périodes d'instabilité de leurs marchés financiers. À mesure que les PECO deviendront membres à part entière de la zone euro, le renforcement du cadre institutionnel en matière de supervision et de régulation deviendra donc encore plus crucial.

La deuxième décennie de la zone euro sera non seulement marquée par les défis qu'impliquent l'amélioration et le renforcement du dispositif existant, mais aussi par les écueils qu'il faudra éviter afin que le développement de la zone euro ne prenne trop de retard. Parmi ces écueils, deux sont à mon avis très importants.

Le premier vient des tentations protectionnistes et isolationnistes qui sont déjà apparues dans le prolongement de la crise. Certes, un certain niveau de pression protectionniste est inhérent à la structure même de la zone euro : dans la mesure où la politique monétaire est centralisée et indépendante, alors que la souveraineté relève encore très largement d'institutions nationales, les gouvernements seront inévitablement tentés, en période de tension économique, de recourir aux nombreux leviers dont ils disposent pour défendre les intérêts de leurs électeurs. Cependant, nous avons déjà observé comment une telle attitude pouvait vite devenir contre-productive. Par exemple, la réponse budgétaire à la profonde récession que nous avons vécue a été marquée par un degré extrêmement faible de coopération inter-

nationale en Europe, avec même, à certains moments, des signaux publics antagonistes concernant l'opportunité d'une relance budgétaire pour amortir l'impact de la crise et accélérer la reprise de la croissance. Cette absence de coordination a diminué l'efficacité de cette relance, notamment en ce qui concerne la confiance des entreprises et des consommateurs.

Améliorer la coordination des politiques budgétaires et éviter de prendre des mesures qui pèsent sur les voisins seront deux éléments également cruciaux, sinon plus, au début de la deuxième décennie de la zone euro. Alors que la fin de la première décennie a été marquée par les efforts budgétaires nécessaires à l'amortissement de la récession et au réamorçage de la reprise, le début de la seconde décennie sera marqué par la nécessité de définir et de mettre en œuvre une stratégie de sortie de crise susceptible de résorber les stimuli considérables qui ont été injectés par les politiques de relance dans nos économies. Une absence de coordination s'agissant de la stratégie de sortie de crise serait aussi dangereuse que ne l'a été celle que nous avons vécue dans la phase de relance. Les pays qui seront les plus lents à résorber les stimuli budgétaires seront aussi ceux qui auront à subir une perte d'efficacité à mesure que leurs effets se dissiperont au-delà des frontières ; simultanément, ces pays devront faire face à une plus grande méfiance de la part des marchés et à des pressions sur leurs finances publiques, qui pourraient rapidement se traduire par une augmentation du coût du service de la dette par rapport aux autres membres de la zone euro.

Les tensions protectionnistes ne seront pas limitées au seul domaine de la politique budgétaire. Nous avons déjà observé des tentatives pour protéger des secteurs spécifiques, ou même des entreprises individuelles, par diverses formes de restrictions aux échanges, de subventions, voire de « pressions morales ». La tentation de créer et de favoriser des « champions nationaux » est rarement très loin. Il faut résister à ces tentations. L'adoption d'une monnaie unique a été une étape très importante dans le processus en cours d'intégration des marchés européens, elle-même inspirée par l'idée que la libre circulation des biens, des personnes et des idées ainsi qu'une plus grande concurrence dans un cadre équitable pour tous produiraient progressivement un degré plus élevé d'efficacité et relèveraient le niveau de vie sur tout le continent. Inverser ce processus aujourd'hui, même en partie, serait une erreur monumentale. Limiter la concurrence sous la forme de différentes mesures protectionnistes réduirait la productivité et donc la croissance de long terme potentielle de l'économie de la zone euro. Le protectionnisme est toujours une erreur, une approche à courte vue destinée à protéger les intérêts nationaux, qui se retourne inévitable-

ment contre ses initiateurs à plus long terme. Mais il faudrait être particulièrement inconscient pour recourir au protectionnisme dans un contexte comme celui de la zone euro, où s'est mis en place depuis longtemps un projet visant à créer non seulement une zone économique complètement intégrée, mais aussi un plus grand sentiment d'identité commune.

En parallèle, nous devons faire face à un risque manifeste d'« isolationnisme financier », dans la mesure où la création et le développement d'institutions financières transfrontalières vont être sérieusement contrariés, dès lors que les gouvernements ont été contraints de miser sur l'argent des contribuables pour soutenir leurs secteurs financiers. De ce point de vue, l'élargissement de la zone pourrait assez logiquement décider les responsables politiques à préserver encore plus énergiquement leur indépendance dans la perspective d'une plus grande centralisation. Encore une fois, nous devrions tous garder à l'esprit les bénéfices qu'une plus grande intégration nous a apportés, avant d'inverser, même partiellement, le processus. La globalisation des services financiers au sein de la zone euro a réduit le coût d'une large gamme de services pour les consommateurs, a permis aux entreprises d'opérer plus facilement à travers les frontières européennes et a apporté, de façon générale, une importante force d'intégration tant d'un point de vue économique que d'un point de vue social. En outre, la présence en nombre de banques ouest-européennes sur le territoire des PECO a renforcé le sens d'une identité commune pendant la crise financière, lorsque les institutions européennes et celles de ces pays ont réussi à contrôler les tensions sur les marchés financiers et ont agi ensemble pour protéger leurs intérêts communs.

La zone euro entre dans sa deuxième décennie avec une ambition renouvelée et plus forte de devenir un acteur important sur la scène économique mondiale. À mesure que d'autres PECO y adhèrent, la zone euro va devenir l'un des plus grands acteurs économiques, par sa seule taille, en termes de population et de PIB. Cependant, tirer parti de cette taille pour obtenir une influence équivalente ou plus grande sur la scène internationale ne sera pas possible sans un degré plus élevé d'intégration. Un retour au protectionnisme, ou à l'isolationnisme, affaiblirait inévitablement la compétitivité de la zone euro et limiterait son influence sur la scène internationale.

Le second ensemble d'écueils à éviter, qui est d'ailleurs lié au premier, concerne la tentation d'étendre encore le rôle de l'État dans l'économie et de ralentir le rythme des réformes. La crise a contraint les gouvernements à intervenir et ils l'ont fait énergiquement et efficacement. Mais le défi dans les dix prochaines années sera d'accroître le potentiel de croissance de la zone euro, afin de garantir un niveau

de vie plus élevé à une population nombreuse et géographiquement dispersée et de réduire le ratio de la dette publique rapportée au PIB. Accélérer la mise en œuvre des réformes structurelles sera un facteur décisif à cet égard. Les domaines dans lesquels ces réformes sont nécessaires sont bien connus : le vieillissement de la population européenne qui nous menace pose un défi considérable à des finances publiques qui ont déjà été affaiblies par l'impact de la crise et, dans certains pays, par un passé de prodigalités ; les régimes de retraite doivent donc être réformés dans de nombreux pays, dans le sens d'un accroissement de l'âge de la retraite proportionnel à l'allongement de l'espérance de vie. Les marchés du travail doivent devenir plus flexibles dans toute la zone euro ; si les rigidités de ces marchés ont pu jouer un rôle bénéfique en amortissant les conséquences de la récession actuelle, elles ont néanmoins un coût : les entreprises, qui doivent supporter une part importante du coût des systèmes de protection sociale, pourraient, à l'avenir, se montrer moins disposées à engager des salariés pour de longues durées - les réformes des marchés du travail pourraient être déterminantes pour écarter le danger d'une reprise sans créations d'emplois, mais également pour éliminer l'inefficacité et l'injustice sociale inhérentes à des marchés du travail caractérisés par une dichotomie entre ceux qui ont un emploi et ceux qui n'en ont pas. Et enfin, les réformes visant à accroître la flexibilité et la concurrence sur les marchés des biens et - plus particulièrement - des services doivent se poursuivre et s'intensifier pour favoriser une plus grande efficacité de ces marchés et contribuer à faire baisser les prix.

Si ces défis sont relevés, l'euro continuera à s'imposer comme la monnaie de réserve la plus importante après le dollar. Nous devons être réalistes : la possibilité que l'euro supplante le dollar à l'horizon de 2019 est faible. Même si, en termes économiques, la zone euro peut s'emparer de la première place dans l'économie mondiale dès lors que les réformes nécessaires sont accomplies, le dollar dispose de marchés d'actifs plus étendus et plus liquides. Il y a peu de chances que cela change dans les dix prochaines années, tant que le marché des emprunts souverains de la zone euro restera fragmenté. L'objectif pour les dix années à venir sera donc de conforter la position de l'euro comme principale alternative au dollar et comme point d'ancrage ou de référence pour de nouveaux pays extérieurs à la zone euro. La prochaine étape et un objectif réaliste pour la troisième décennie pourraient être alors, d'une part, une intégration et un développement plus poussés des marchés d'actifs libellés en euros et un défi sérieux pour le dollar en tant que principale monnaie de réserve. Cependant, ceci exigera très certainement une plus grande intégration des marchés

obligataires de la zone euro, ce qui demandera en retour un niveau plus élevé de coordination des politiques budgétaires, voire même leur intégration. L'avenir de la zone euro et la clé de son accession à un rôle encore plus important sur la scène mondiale résident dans une plus grande intégration et un renforcement progressif des institutions européennes. Je suis convaincu que les progrès que nous réaliserons dans la deuxième décennie dépasseront une fois encore nos attentes.