

Séminaire du 14 juin 2016 : Quels instruments et quelles étapes pour parfaire la zone euro ?

Sommaire

Introduction	2
Jean PISANI-FERRY	2
France Stratégie	2
Une union monétaire et économique renforcée	3
José LEANDRO	3
Direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne	3
Quelles perspectives pour l'architecture de l'union européenne ?	4
Participant 1	4
	Erreur ! Signet non défini.
Le bilan bancaire et les risques souverains	5
Arthur SODE	5
France Stratégie	5
L'évolution de la notion de convergence en Europe	6
Xavier TIMBEAU	6
OFCE	6
Point sur les capacités d'analyse budgétaire	8
Agnès BENASSY-QUÉRÉ	8
Conseil d'Analyse Economique	8
Echanges	9
Conclusion	16
Jean PISANI-FERRY	16

Introduction

Jean PISANI-FERRY

France Stratégie

Je vous remercie de votre présence à ce séminaire co-organisé avec la Commission, dont l'intitulé soulève un certain nombre de questions sur la zone euro, ses imperfections et les axes d'amélioration à suivre. Après la présentation de José Leandro, nous échangerons sur la capacité budgétaire et financière de l'Union. Nous essaierons également de discuter les différents aspects économiques et politiques de la zone euro.

Une union monétaire et économique renforcée

José LEANDRO

Direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne

Présentation PPT



160614 EMU
deepening for France

Jean PISANI-FERRY

Merci. Je partage l'analyse qui vient de nous être présentée. Il faut maintenant se demander pourquoi nous avons fait ces erreurs. La première a été commise dans l'attention accordée à l'état de l'économie privée. Nous avons eu un biais en faveur de l'ajustement des finances publiques, sans chercher à traiter les problèmes du secteur privé et en particulier du secteur bancaire. Cela a pesé sur la reprise. Ces erreurs dans le diagnostic économique traduisent une défaillance du système politique.

La procédure de surveillance des déséquilibres macroéconomiques (MIP) a bien été mise en place mais elle n'a objectivement servi à rien, puisqu'elle n'a pas été activée, et elle n'a pas empêché les erreurs.

Deux autres innovations ont été mentionnées par José Leandro, mais elles risquent également d'être dévoyées. La première est le Conseil de compétitivité. Initialement, le projet était de doter la zone euro d'un instrument permettant de piloter les positions de compétitivité relatives au sein de la zone euro. Le conseil aurait permis d'éviter des ajustements insuffisants, excessifs ou mal équilibrés entre les États membres, dans un sens ou dans l'autre. Or, à la lecture de la dernière version des textes, j'ai le sentiment que l'objectif premier est non plus d'améliorer les positions relatives au sein de la zone euro mais d'améliorer la compétitivité de tous les pays vis-à-vis du reste du monde. Si tel est le cas, c'est une erreur car les problèmes de compétitivité externe de la zone devraient se régler avec le taux de change et la politique monétaire, pas via une dévaluation interne généralisée. Ce sont les divergences de compétitivité entre pays à l'intérieur de la zone euro qui posent problème

La seconde innovation, le *fiscal board*, comporte également une ambiguïté. Est-ce un équivalent supranational des conseils budgétaires nationaux qui disposent essentiellement d'un mandat d'application de la discipline budgétaire ? Aidera-t-il au contraire à la définition de la politique budgétaire agrégée pour la zone euro ?

De manière générale, nous devons pour avancer déterminer où se trouvent les lacunes, et examiner les éléments constitutifs d'un compromis cohérent. Une première question est de savoir si l'on considère que l'Union bancaire est achevée et jusqu'où elle doit s'étendre. Elle devrait reposer sur un mécanisme de garantie des dépôts et un fond commun de résolution. S'agissant de la limitation de l'exposition du système bancaire au risque souverain, dispose-t-on des éléments qui permettraient de la mettre en œuvre sans risques pour la stabilité financière ? A-t-on un compromis politique équilibré ?

La seconde question est de savoir sur qui repose la stabilisation budgétaire. Repose-t-elle sur un jeu décentralisé ?

Je regrette que le rapport des cinq présidents se soit limité à des perspectives à court terme. Tous les sujets de fond semblent avoir été différés. Or, il n'est pas possible de résoudre les problèmes immédiats sans avoir une idée précise de la direction que nous souhaitons prendre. Il est difficile de discuter aujourd'hui de ce que nous devons faire, car nous ne disposons plus d'un plan d'action suffisamment clair pour l'avenir.

José LEANDRO

Le groupe d'experts a délibérément choisi de se concentrer sur des perspectives à court terme pour une question de priorité et parce que les débats sur le long-terme se perdent. Par exemple, il était jugé préférable d'examiner en priorité les fonds de garantie. L'architecture institutionnelle et les mécanismes de stabilisation seront discutés en un deuxième temps.

Quelles perspectives pour l'architecture de l'Union Européenne ?

Participant 1

Sur le fond, l'architecture de l'Union a plutôt régressé par rapport à 2012. Un consensus s'était alors établi sur ses déficiences et nous étions en mesure d'avancer, au moins sur le volet de l'union bancaire. Depuis lors, peu de progrès ont été accomplis. A-t-on accompli un progrès majeur avec l'Union bancaire, ou s'agissait-il de simples déclarations d'intention ?

Nous vérifierons prochainement si la supervision unique fonctionne, car elle risque d'être testée. Le Conseil de Résolution Unique sera-t-il en mesure de jouer son rôle ? Je ne crois pas. L'Union bancaire est non seulement incomplète, elle est aussi non-fonctionnelle. Je ne pense pas que nous puissions aider une banque, même de moyenne importance, en suivant la procédure prévue par les textes.

Participant 2

Le problème provient-il de l'absence d'argent public en cas de faillite bancaire ?

Participant 1

Je ne pense pas que nous puissions procéder à des résolutions bancaires sans argent public. En outre, on a privé les États membres de leur capacité à intervenir dans le système bancaire, et ces instruments n'ont pas réellement été recréés au niveau européen. Aujourd'hui, nous ne pouvons proposer les outils nécessaires au traitement d'une crise bancaire. La panoplie est incomplète. Par ailleurs, il n'est pas possible de fonctionner avec les seules ressources des créanciers privés. Avant de penser à avancer plus loin dans l'intégration, il faut savoir si ce qui a été fait récemment constitue réellement un progrès.

Sur le plan budgétaire, quel est le modèle ? Le « first best » serait une capacité de stabilisation budgétaire centralisée, qui permettrait d'imposer des règles assez strictes aux États. Depuis 2012, nous nous sommes éloignés de cet objectif. Le « second best » serait une meilleure coordination des soldes nationaux en vue de constituer un solde agrégé. L'expérience actuellement menée sur ce point est peu concluante. L'Espagne et l'Italie ont montré qu'il est très difficile de faire respecter les objectifs de réduction des déficits des pays. Notre capacité à piloter la politique budgétaire agrégée étant limitée, je doute des bénéfices de la coordination. Par conséquent, nous avons aujourd'hui un « third best » où chaque État membre agit un peu comme il le souhaite en espérant que cela corresponde globalement aux intérêts européens.

Outre les enjeux budgétaires, des questions institutionnelles se posent. Nous aurons du mal à progresser dans l'architecture de l'Union sans traiter son double déficit démocratique et exécutif. Il est délicat pour les institutions de se prononcer sur les déficiences du fonctionnement institutionnel. Il convient par conséquent de définir un cadre de réflexion distinct du cadre institutionnel.

En 2012, la zone euro avait besoin de s'intégrer, alors que le reste de l'Union pouvait conserver une structure à peu près inchangée. Par exemple, les Britanniques pouvaient demeurer là où ils étaient. Ce consensus a été bouleversé par la crise des réfugiés. Nous nous orientons à présent vers la constitution d'une force de police européenne aux frontières. Désormais, les vecteurs d'intégration politique potentielle sont aussi des vecteurs de l'Union Européenne, et pas seulement de la zone euro. Ainsi, les premières ressources pourraient avoir vocation à financer un bien public qui n'a rien à voir avec la zone euro.

En conclusion, s'agissant de la méthode, je ne suis pas certain que les « petits pas » nous permettront d'avancer. Sans une vision claire des perspectives à moyen ou long terme de l'union, nous pouvons nous perdre. Le rapport des cinq présidents le montre : on souhaite faire avancer l'union bancaire et la garantie des dépôts sans savoir quel chemin on cherche à suivre. Il est souhaitable de prendre du recul, de redéfinir le cadre à la fois institutionnel et démocratique dans lequel ces avancées peuvent s'opérer.

L'Union bancaire et les risques souverains

Arthur SODE

France Stratégie

Parachever l'union bancaire suppose d'établir un accord sur une garantie commune de dépôts et sur un *backstop* public commun. Or, les discussions sont aujourd'hui à l'arrêt sur ces points, notamment parce que l'Allemagne exige une réduction des risques bancaires préalable à la mise en place de tels instruments. En particulier, elle souhaite une transposition stricte de BRRD (notamment des règles de bail-in), un apurement du stock de créances douteuses héritées du passé et une modification du traitement prudentiel souverain afin de réduire le biais domestique dans les détentions de dette souveraine. Les Italiens sont tout particulièrement opposés à ce troisième volet dont ils craignent les effets de transition.

Ce blocage sur l'Union bancaire illustre la tension qui existe dans les débats sur l'avenir de la zone euro entre la nécessité d'accroître le partage des risques publics entre pays et le maintien d'une discipline individuelle sur les Etats réduisant l'aléa moral et les possibilités de comportements opportunistes. Dans cette recherche d'équilibre, les Allemands, par principe mais aussi par manque de confiance envers leurs partenaires, souhaitent restaurer la discipline avant toute nouvelle étape de partage des risques alors que l'Italie estime que le projet d'intégration monétaire n'est pas viable sans une étape de mutualisation supplémentaire.

A court terme, l'une des principales sources de ce blocage est la présence de nombreuses dettes héritées du passé (niveaux élevés de dettes publiques et d'actifs non-performants au sein des bilans bancaires). Ces dernières sont autant de freins à la reprise économique des plus fragiles et limitent la capacité de chacun à respecter les règles européennes. Comme l'illustre le cas des banques italiennes aujourd'hui, l'impasse politique pour apurer ces dettes issues du passé induit une grande frustration, mine la confiance mutuelle et emporte un coût économique important.

Dès lors, comment sortir de cette ornière ?

Tout d'abord, il convient de définir un bon équilibre entre discipline individuelle et partage des risques. S'agissant en particulier de la discipline individuelle au niveau de chaque Etat membre, plusieurs options sont envisageables :

- La première est de continuer à reposer sur des règles, en les renforçant éventuellement. A ce titre, malgré les critiques, la réforme du PSC et de sa mise en œuvre par la Commission ont permis d'atteindre un meilleur équilibre entre stabilisation macroéconomique et soutenabilité des finances publiques. Il faut d'ailleurs garder en tête qu'aucune règle ne permet un équilibre parfait entre ces deux objectifs par nature contradictoires. La coordination pourrait également être renforcée à travers la mise en place d'une institution comme le fiscal board
- Une deuxième solution serait de reposer davantage sur la discipline de marché : une modification du traitement prudentiel souverain et un mécanisme de restructuration des dettes publiques pourrait être mis en place en ce sens mais emporteraient le risque de recréer une forme d'instabilité financière (notamment sur les marchés de dettes souveraines) qui a précisément été à l'origine de la crise.
- Enfin, il serait envisageable de disposer d'un budget commun, assorti d'une discipline de marché ou de règles budgétaires plus contraignantes concernant les dettes individuelles.

Une fois le cadre de long terme défini, il convient de s'accorder sur des mécanismes d'apurement des dettes passées. L'enjeu ici est de réduire le poids de ces charges testamentaires sans impacter trop négativement la stabilité financière à court terme.

Plusieurs solutions à ce problème ont été proposées par les économistes sans qu'aucune d'elle n'ait réellement convaincu. L'une d'entre elles, proposée récemment dans un rapport du CEPR serait un *debt buy-back* ou un *swap* de dettes. Elle mérite d'être étudiée mais devra être approfondie, car le mécanisme de transfert de dettes qu'elle suppose n'est pas clarifié. Une autre solution, discutée en 2010-2012, et rejeté à l'époque, serait l'émission d'euro-bonds. Une voie plus radicale, et politiquement taboue, serait la monétisation des dettes passées. Quel que soit la solution envisagée, la question centrale est celle du partage du fardeau au niveau européen : les solutions purement nationales sont très coûteuses pour les pays les plus fragiles alors que la mutualisation de ces dettes héritées du passé est, pour l'instant strictement refusée par certains (en premier lieu l'Allemagne).

L'évolution de la notion de convergence en Europe

Xavier TIMBEAU
OFCE

Le concept de convergence a évolué. Initialement, la convergence était le produit du marché unique, un résultat et non pas un objectif. Elle signifiait que les pays pauvres allaient rattraper les pays riches, et que la zone monétaire deviendrait à terme une zone monétaire optimale.

Or, de résultat attendu et souhaitable, ce concept s'est transformé en un objectif ou encore en une nécessité. Cette nécessité impose alors de mettre en place les institutions,

la fiscalité et les infrastructures et d'effectuer les réformes nécessaires pour aboutir à la convergence. La convergence est devenue une nécessité pour plusieurs raisons. Tout d'abord, afin que la politique monétaire soit efficace, il convient de réduire l'hétérogénéité au sein de la zone euro. Les chocs asymétriques doivent être réduits pour qu'une politique monétaire unique puisse fonctionner. Ensuite, en allant un cran plus loin, la convergence doit permettre le partage des risques par le secteur privé. Le secteur financier doit être unique et le moins fragmenté possible. Ceci impose encore une homogénéité des structures économiques d'un Etat membre. Enfin, la convergence s'impose pour éviter les transferts, en particulier ceux qui découleraient d'attractivités territoriales trop différentes et qui compenseraient une allocation des ressources différenciée géographiquement.

La convergence est difficile à défendre sur le plan démocratique lorsqu'elle devient une nécessité et n'est plus une promesse d'élévation du niveau de vie. La raison en est que l'espace démocratique est principalement national aujourd'hui en Europe et que poser la convergence comme nécessité conduit à menacer cet espace. Si les arguments qui poussent à la convergence sont justes, il est important de voir comment on peut y répondre sans nécessairement imposer la convergence. Un objectif important est de garantir l'absence de transferts. La construction européenne actuelle n'a pas vocation et n'est pas à capacité à pouvoir soutenir des transferts importants. Elle n'en possède pas la légitimité démocratique, pour d'un côté prélever des ressources par l'impôt et de l'autre distribuer des dépenses. Les fonds structurels sont une exception (ou une limite des transferts envisageables), en étant délimités par des règles qui permettent leur existence. On peut vouloir aller plus loin dans cette voie, mais c'est un processus laborieux et difficile à conduire. Il suppose un transfert de souveraineté, impose une plus grande efficacité à l'Europe que chacun des systèmes nationaux et surtout demande que chacun adhère à la conception de la justice qui sous tendra ces transferts. Cependant, l'absence (ou la limitation) des transferts n'empêche pas la mutualisation entre Etats, dès lors que celle-ci est contrainte à long terme pour être équilibrée. L'assurance chômage européenne aujourd'hui envisagée est évoquée comme garantissant l'absence de transfert entre les Etats sur un cycle. De cette façon, ce qui s'impose n'est pas la convergence dans le sens le plus fort (homogénéisation des structures économiques et sociales), mais la soutenabilité de chacun des systèmes nationaux (absence de dépendance entre les systèmes). Les conséquences ne sont pas les mêmes en ce qui concerne le degré de redistribution, la régulation du marché du travail ou les modes de négociation collective. L'objectif est que chacun sous le garant à terme des risques qu'il porte (et donc tout particulièrement de sa dette publique).

L'absence de transfert impose la soutenabilité des systèmes nationaux. Le contre-exemple à ce principe est la Grèce, qui a subi tout à la fois une crise de la dette publique et une crise bancaire. Compte tenu de la récession, le pays ne pourra respecter ses engagements, privés ou publics. Ses partenaires devront par conséquent accepter un transfert. L'exemple grec montre la nécessité pour chaque pays d'être « soutenable ». Dans un système de libre circulation des capitaux, cela suppose d'empêcher que l'épargne ne s'en aille. L'expérience a montré qu'elle peut fuir très rapidement ; la mutualisation des risques offre la possibilité de laisser les capitaux libre de circuler mais sans oter aux Etats membres la possibilité de réagir en cas de crise de liquidité.

La soutenabilité des systèmes nationaux pourrait être assurée par la constitution d'un système « pré-fédéral », visant à long-terme une homogénéisation complète. La question de la soutenabilité pourrait ainsi se résoudre par une fusion. Si la libre circulation des capitaux augmente le risque, la mutualisation le réduit.

Il est possible de construire un modèle d'Europe non supranationale reposant sur une discipline librement consentie par les parties. Dans ce cadre, si un Etat ne faisait pas ce qui est demandé, il faudrait prévoir la possibilité de l'exclure. Avec un modèle plus fédéral, la convergence serait secondaire.

Le modèle du *quantitative easing* illustre une possibilité de mutualisation sans transfert : les banques nationales achètent le risque sous commande de la Banque Centrale, le risque étant porté (80%) au niveau national. Si un Etat fait défaut sur sa dette, le poids en sera surtout porté par la banque centrale de cet Etat. En revanche, aucun Etat ne peut user seul du pouvoir de racheter ses propres dettes. Ce type de modèle n'impose pas la convergence.

Point sur une capacité budgétaire commune

Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ

Conseil d'Analyse Economique

En zone euro, la politique budgétaire est décidée et mise en œuvre exclusivement par les gouvernements, sous contrainte de soutenabilité matérialisée par le Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Il s'agissait initialement d'une contrainte, mais c'est devenu un objectif. Après la crise, la mise en place des conseils budgétaires nationaux a eu un effet positif pour discipliner les gouvernements.

Les réformes successives du PSC ont eu pour objet de mieux articuler l'objectif de soutenabilité avec celui de stabilisation macroéconomique, d'abord au niveau national puis, tout récemment, au niveau de la zone euro. La stabilisation au niveau de la zone euro peut se faire de deux manières : par la coordination des politiques budgétaires nationales, ou par la mise en place d'un budget au niveau de la zone euro. A-t-on besoin des deux, de l'un des deux seulement, ou bien de l'un, puis de l'autre ? Je crois que la troisième voie est la bonne. La tradition européenne conçoit la coordination comme une étape vers l'intégration. Il s'agit de « mimer » une politique budgétaire fédérale qui n'existe pas.

A moyen terme, il faut articuler convergence, stabilisation macroéconomique et solidarité. Cela passe par des incitations à la réforme, des instruments de stabilisation budgétaire et, enfin, des transferts ciblés et temporaires qui doivent être visibles par les citoyens. Au Conseil d'Analyse Economique, nous avons proposé un système européen d'assurance chômage à l'américaine, qui n'interviendrait que lorsque la situation de l'emploi se dégrade fortement dans un pays, en allongeant temporairement la période d'indemnisation. Il s'agit d'un projet à long terme, nécessitant de mettre en place des étapes en termes de convergence. Par exemple, des normes minimales et maximales pour le salaire minimum en pourcentage du salaire médian, des standards en termes de formation professionnelle ou d'agences de l'emploi. Aux Etats-Unis, l'assurance fédérale a transféré de l'ordre de 0.5 point de PIB aux états au plus fort de la crise, en 2009, la durée de l'assurance chômage ayant été temporairement étendue de 26 à 99 semaines. Les bénéficiaires sont des personnes en situation très précaire, qui ont des chances de dépenser une proportion importante du transfert. Les politiques discrétionnaires étant généralement pro-cycliques, la seule manière d'obtenir un budget stabilisant est de s'appuyer sur des stabilisateurs automatiques, ce qui serait le cas de l'assurance chômage.

A court terme, sur quelle base coordonner les politiques budgétaires nationales ? L'écart de production fait l'objet de révisions massives ; ce n'est pas un indicateur fiable pour guider une politique contra-cyclique. Un indicateur alternatif du déséquilibre entre offre et demande est le solde extérieur courant, qui est plus facile à prévoir. Remonter le compte courant au même niveau que l'output gap dans l'analyse économique pourrait être pertinent. Quoi qu'il en soit, l'utilisation de plusieurs indicateurs requiert davantage d'expertise.

Xavier TIMBEAU

Le chômage pourrait-il également constituer un indicateur ?

Agnès BENASSY-QUÉRÉ

Il me semble plus compliqué à analyser. S'agissant de la coordination budgétaire, il convient de respecter le principe de subsidiarité. La coordination doit se mettre en place seulement dans des périodes exceptionnelles, où les externalités de politique budgétaire sont importantes.

Échanges

Jean PISANI-FERRY

Merci à tous. De nombreux sujets ont été abordés, et en particulier les problématiques bancaires, la discipline budgétaire, la solidarité, le transfert, la coordination et la dimension politique. Je vous invite maintenant à réagir sur l'un ou l'autre de ces aspects.

*1) Union bancaire***Christian DE BOISSIEU, Autorité des Marchés Financiers**

S'agissant de l'union bancaire, vous avez raison d'être prudent, étant donné qu'aucun test n'a été effectué. Je suis sceptique quant à l'établissement d'une garantie des dépôts européenne. Quel est l'horizon de toutes les perspectives présentées ? Par exemple, comment s'effectue la coordination entre les 130 banques directement supervisées d'un côté, et les 5 870 autres banques relevant de la compétence des autorités nationales de l'autre ? S'agissant de l'union des marchés de capitaux, quelle est l'aire de référence utile ? Est-ce la zone euro ou l'Union Européenne ? Les orientations présentées demeurent très vagues. Nous sommes d'accord sur le principe d'une titrisation, mais qui confèrera le label STS aux véhicules de titrisation ? De nombreuses questions concrètes se posent, ainsi que sur le financement des PME et le *crowd-funding*. Tant que le projet d'union des marchés de capitaux ne sera pas précis, il ne sera pas crédible.

Bruno CABRILLAC, Banque de France

La supervision des banques par le mécanisme de supervision unique est désormais opérationnelle et l'unification est très avancée. Non seulement les règles prudentielles, mais aussi les procédures ont été unifiées. Ces procédures sont mises en place par des missions conjointes associant les équipes du superviseur national et ceux de la BCE/MSU. Ce système s'est mis en place très rapidement et fonctionne bien.

Sur un autre sujet, très différent, je ne suis pas certain que la politique monétaire unique puisse se passer d'un actif sûr. Jusqu'à présent cet actif sûr est constitué par les dettes souveraines des États membres. Un traitement prudentiel différencié de ces actifs conduirait à une remise en cause de ce système et rendrait nécessaire la création d'un actif sûr unique. Dans ce cadre, pourra-t-on se dispenser d'une mutualisation au moins partielle des dettes souveraines ? Je n'en suis pas certain car les solutions telles que celles proposées par le CEPR pour créer un actif sûr européen sans mutualisation paraissent difficiles à mettre en œuvre. Dans ces conditions, je ne suis pas sûr que nous puissions progresser car les pays membres qui veulent un traitement différencié des dettes souveraines sont aussi ceux qui refusent toute mutualisation des dettes.

D'une manière générale, s'orienter vers des solutions de plus en plus complexes pour éviter les lignes jaunes tracées par les États membres ne semble pas la meilleure approche pour arriver à une solution adaptée. Ainsi en ce qui concerne l'union bancaire, la

contrepartie logique à la création d'un fonds public pour la résolution bancaire est le maintien de la liberté de mouvement des capitaux au sein de l'union monétaire.

Jean PISANI-FERRY

Les perspectives présentées sont très ambitieuses.

Participant 2

La question essentielle est celle de la mutualisation. Il est important à ce titre de défendre une plus grande européenisation du secteur bancaire. Les secteurs bancaires demeurent trop « nationaux » aujourd'hui. Par exemple, il existe encore des freins à la mobilité de la liquidité entre les filiales de groupes

Agnès BENASSY-QUÉRÉ

Le droit des faillites diffère d'un pays à l'autre. Par ailleurs, le conseil d'administration d'une banque est-il local ? Peut-être pourrait-on imaginer des règles prévoyant la mise en place de conseils d'administration européens des banques.

Bruno CABRILLAC

Le conseil d'administration représente d'abord les actionnaires, quelle que soit leur nationalité.

Xavier TIMBEAU

Peut-on s'opposer à ce qu'un État se propose pour recapitaliser une banque en faillite ?

Christian SAINT-ÉTIENNE, Conservatoire National des Arts et Métiers

La dimension politique n'est-elle pas un préalable nécessaire aux sujets évoqués ? Des décisions peut-être irréversibles ont été prises à l'automne 2008. Par exemple, il a été décidé de mettre en place une gouvernance économique, c'est-à-dire un ensemble de règles, et non un gouvernement. Le rapport des cinq présidents nous invite à aller plus loin, en proposant des règles plus strictes et des sanctions plus violentes. Ce système, qui devait produire une certaine convergence, entraîne en définitive de colossales divergences. La légitimité de la gouvernance est donc mise en question. La première interrogation est de savoir qui paye. On accuse aujourd'hui les Allemands, mais s'ils sont prêts à partager demain, d'autres États pourraient manifester leurs réticences. Par exemple, la France accepterait-elle de payer pour les banques italiennes demain ?

Le fondement de la stratégie est la mise en compétition des pays. Est-il légitime d'accélérer un processus qui a produit d'importantes divergences ? Si nous discutons de ces sujets de façon bureaucratique, nous produirons sans doute davantage de « brexit ». Qui souhaite réellement un partage des outils permettant de viser une optimisation du *policy mix* ? Il n'existe pas de volonté de partage permettant la constitution d'un actif sûr. Le transfert des 0,8 % de PIB est accepté aux États-Unis, car les 50 États ont le même drapeau. À la lecture du rapport des cinq présidents, j'ai pensé que nous accélérions vers le mur. Sans actif unique sûr, il n'y aura ni union bancaire, ni marché de capitaux unique. La solution n'est-elle pas d'abord politique ?

Jean PISANI-FERRY

Je ne suis pas certain que nous ayons exploré toutes les solutions techniques. Notre responsabilité vis-à-vis des décideurs politiques est de leur exposer le risque.

Participant 2

La question centrale est celle du bien public commun. A-t-on des biens publics communs à construire et à partager ?

Christian SAINT-ÉTIENNE

Ne s'agit-il pas d'un ensemble nul ? S'agissant des réfugiés, les solutions envisagées en Grèce et en Europe centrale consistent à fermer les frontières. L'idée d'un bien public européen n'est donc pas nécessairement partagée. On n'arrête pas de dire que les marchés vont venir tester les banques italiennes. Si l'on demande la constitution d'un fonds de résolution européen, les Allemands seront-ils prêts à cotiser à proportion de leur importance dans la zone euro ?

Participant 1 :

Même si nous concluions que le politique était l'enjeu essentiel, il existe des désaccords politiques liés aux discussions « techniques ». Ensuite, selon que l'on cherche améliorer la coordination ou à fédéraliser certaines prérogatives, le système construit sera très différent. Je crois qu'on doit faire le deuil de la coordination, qu'on doit accepter de voir certains éléments « européanisés ». Il convient de construire à la fois un pouvoir exécutif permettant la prise de certaines décisions et le contrôle démocratique afférent. Nous ne pouvons faire l'économie d'un débat sur les questions techniques afin d'éviter l'impasse.

Christian SAINT-ÉTIENNE

Les devoirs techniques conduisent à des choix politiques différents, mais si l'on évacue les conséquences politiques des choix techniques effectués, l'enjeu sera manqué.

José LEANDRO

Nous devons évoluer vers un autre système, certes pas parfait, mais stable. Il n'est toujours pas bâti. L'union pourrait être à la fois bancaire, économique, fiscale et politique, mais nous devons d'abord nous concentrer sur l'Union bancaire et du marché des capitaux. Aux États-Unis, 80 % des chocs sont absorbés par les marchés de capitaux. L'achèvement de l'union bancaire ne requiert pas de changement majeur. Une fois le système en place, nous pourrions viser des objectifs plus ambitieux. Pour l'instant, la garantie de dépôt n'a pu être mise en place car l'Allemagne a lié ce sujet à la question des dettes souveraines. Devrions-nous céder sur la question de l'exposition au risque souverain, mais en contrepartie exiger un mécanisme commun de garantie des dépôts et la création d'un nouvel actif sûr européen ? Sur ce dernier point, nous pouvons très bien avancer sans mutualisation des dettes. Si nous franchissons ces étapes, le système bâti sera plus stable, capable d'absorber bien plus de chocs que n'importe quel système en Europe.

Jean PISANI-FERRY

La question est de savoir comment répartir le risque en fonction de la dette italienne d'un côté et de la dette allemande de l'autre ?

Christian DE BOISSIEU

L'union des marchés de capitaux est placée au centre du dispositif, ce qui pose deux problèmes. Premièrement, il sera nécessaire de proposer une feuille de route précise à Bruxelles. Il conviendra de mettre en place une titrisation simple, transparente et standardisée. Le projet demeure trop vague aujourd'hui. En second lieu, le dispositif dépendra beaucoup de l'issue du référendum britannique. Le projet n'est pas du tout le même selon qu'il se conçoit avec ou sans le Royaume-Uni.

Matthieu BUSSIÈRE, Banque de France

Nous devons aussi poser la question des délais. Comme l'évoque Monsieur de Boissieu, il existe des échéances à court terme à prendre en compte comme la possibilité d'un "brexit". Au-delà de ces aspects, comment appréhender la politique à plus long terme ?

Agnès BENASSY-QUÉRÉ

Il n'est pas possible de viser une union politique sans un projet précis. Nous avons la responsabilité de décrire aux responsables la situation sur le fond et de proposer des options. Par ailleurs, nous pâtissons d'une certaine confusion sur la véritable signification de l'expression « transferts temporaires » : s'agit-il d'une véritable assurance (transferts nuls ex ante mais substantiels ex post), ou bien d'un simple mécanisme d'emprunt (où les transferts reçus sont ensuite remboursés, le système étant neutre sur le moyen terme pour chaque pays à la fois ex ante et ex post) ?

Jean PISANI-FERRY

José Leandro a proposé le « pentagone » suivant : la garantie des dépôts, le *backstop*, une limite d'exposition, la procédure d'insolvabilité des États et la capacité fiscale.

Participant 1 :

S'agissant des États-Unis, le partage des risques est rendu possible par un *backstop* public derrière les transferts privés. Si le système bancaire américain n'était pas sécurisé par une garantie des dépôts et un état fédéral, ce partage serait impossible.

Par ailleurs, il n'existe pas de projet des marchés de capitaux aujourd'hui. Il ne comprend ni supervision des gestionnaires d'actifs, ni supervision de la résolution des champs de compensation. Aucun pas n'est franchi en matière d'intégration européenne. Il n'existe qu'un vague projet d'harmonisation de la titrisation. De 2012 à aujourd'hui, le système bancaire européen s'est plutôt balkanisé. On assiste plutôt à une « renationalisation » des systèmes bancaires. Essayer d'éviter les questions politique et budgétaire ne fonctionnera pas. La Banque Centrale porte aujourd'hui la garantie des dépôts dans une certaine mesure, jusqu'à ce qu'elle s'inquiète. Elle poursuit également le programme de mutualisation établi. Le système est plus résilient qu'escompté de ce point de vue.

Christian SAINT-ÉTIENNE

Ne pourrait-on pas envisager une forme d'union politique permettant la mise en place des systèmes techniques discutés ici ?

Participant 2

Compléter l'union bancaire est utile et nécessaire. Une modification du traitement prudentiel des dettes souveraines représente a contrario un risque pour le financement des dettes souveraines dans certains pays et pourrait réduire le volume d'actifs sans risque en euro. Cette approche pourrait, en contradiction avec l'objectif recherché, conduire à de nouvelles crises des dettes en zone euro. La question de savoir comment créer un actif sans risque dans la zone euro sans mutualisation des dettes est intéressant ? Cela ne me semble pas évident.

Jean PISANI-FERRY

Les limites d'exposition et le traitement prudentiel souverain sont deux sujets différents.

Xavier TIMBEAU

Si le référendum britannique donnait lieu à une réponse négative, on pourrait voir se multiplier les référendums en Europe. À cet égard, il serait souhaitable d'organiser une consultation populaire plus riche que les référendums, en proposant peut-être différents choix fiscaux.

Matthieu BUSSIERE

La question des délais est très importante, notamment en termes de communication. L'Union Européenne ne dispose pas d'un système permettant de communiquer de façon positive. La consultation populaire débutera le 24 juin, mais les effets du plan Juncker, par exemple, ne seront pas visibles avant longtemps et sont difficilement quantifiables pour le grand public.

Édouard VIDON, Banque de France

Soit les règles ne sont pas appliquées, soit les institutions manquent de légitimité, ce qui soulève la question des incitations à l'intégration. Les bénéfices macroéconomiques envisagés à court terme sont-ils suffisants ? N'avons-nous pas besoin d'incitations politiques plus fortes ?

Vincent AUSSILLOUX, France Stratégie

N'oublions pas les leçons de la construction européenne : nous parvenons à avancer parce que nous avons créé des institutions solides, capables de définir le bien commun et de faire émerger les compromis. Ce sont les mérites de la « méthode communautaire » avec le rôle de la Commission et du Parlement européen comme contrepoids aux égoïsmes nationaux. Cela manque pour la zone euro qui n'a pas les institutions adéquates pour faire émerger les compromis utiles au bien commun et dont les décisions manquent aussi de légitimité. Nous avons aujourd'hui besoin de reconstruire la gouvernance de la zone euro. Elle manque de transparence et le parlement européen ne peut pas exercer son rôle pour affirmer la légitimité démocratique des décisions. Le projet qui pourrait être le plus mobilisateur à court terme pour les peuples serait justement celui d'un projet démocratique pour la zone euro. Les avancées que nous savons nécessaires au bon fonctionnement de la zone euro comme l'union des marchés de capitaux ou la garantie des dépôts offrent peu de traction pour mobiliser et rassurer les citoyens. En revanche un projet de relégitimation démocratique peut mobiliser les forces pro-européennes.

Cela passe notamment par un exécutif zone euro. Aujourd'hui la Commission doit représenter à la fois les 28 États membres et la zone euro. Ce n'est pas simple. Par ailleurs, l'Eurogroupe doit être institutionnalisé avec des règles de vote précises qui doivent être définies et peut-être une règle de pondération revue ainsi que la réduction ou la suppression des champs où l'unanimité est requise comme pour la fiscalité. Des solutions aux problèmes concrets et des avancées sur de nouveaux outils pour la zone euro ne seront trouvées que si nous établissons une gouvernance effective capable de définir le bien commun et d'établir les compromis avec la double validation démocratique d'un Parlement et d'une formation zone euro du Conseil. Les élections à venir en France et en Allemagne sont l'occasion de proposer un projet mobilisateur qui peut être porté par les candidats et validés dans les urnes. Il est important d'expliquer aux candidats qu'il existe un chemin pour compléter la zone euro avec les outils qui lui manquent, c'est le sens des discussions techniques que nous avons sur l'équilibre à trouver entre responsabilité et solidarité, mais cela passe notamment par une meilleure gouvernance qui permettra de faire émerger cet équilibre.

Bruno CABRILLAC

Si l'on cherche un bien public commun sur lequel bâtir un projet européen de solidarité, il y en a un évident, c'est la monnaie unique. La décentralisation de la mise en œuvre de la politique monétaire, notamment à travers le statut d'actif sans risque des dettes

souveraines des Etats membres a permis d'absorber les chocs en l'absence de tout transfert et de toute mutualisation des dettes. On peut comprendre la position allemande qui estime que le système actuel est un système de bail out déguisé des États et qu'il a entraîné ce fameux cercles vicieux entre les banques et les Etats qui est un risque de stabilité financière, mais il n'y a pas d'autre alternative que la mutualisation d'une partie de la dette pour constituer un actif sûr européen, à moins d'imaginer que le système bancaire de la Zone euro fonctionne entièrement sur les titres souverains allemands.

Par ailleurs, sur un autre sujet, il faut changer le narratif sur la convergence. Il faut arrêter de dire que l'intégration produit naturellement de la convergence des niveaux de vie et de richesse. Dans un espace intégré, la richesse, les talents et les revenus se concentrent géographiquement dans certains endroits et encore plus dans des économies tertiaires. C'est la conséquence inéluctable de la liberté des mouvements de capitaux et d'hommes. S'il n'y a pas de compensation par les transferts, alors on peut au contraire assister à de fortes divergences au fur et à mesure que l'intégration progresse.

Participant 3

Quelle forme concrètement cette union politique évoquée durant les échanges devrait prendre ? Par ailleurs, l'union budgétaire est très complémentaire de l'union bancaire. Elle ne pourra être complètement fonctionnelle qu'avec un *backstop* budgétaire suffisant. Les transferts fédéraux sont importants aux États-Unis pour amortir les chocs asymétriques. Il convient de s'interroger à la fois sur un budget zone euro et la flexibilité des politiques budgétaires au niveau national.

Grégory CLAEYS, Bruegel

La vision à long terme de l'Union Economique et Monétaire présentée par José Leandro me semble être un point de départ intéressant pour la réflexion sur le futur de la zone euro car elle a le mérite d'être complète et cohérente. Néanmoins il faut que cela conduise à des propositions concrètes à l'occasion du prochain White Paper. Les propositions essentielles concernant l'union des marchés de capitaux, la capacité budgétaire de la zone euro et l'existence d'un actif sans risque européen devront être particulièrement détaillées.

D'autres éléments pourraient être rapidement mis en place afin d'améliorer le fonctionnement de la gouvernance de la zone euro à plus court terme. Le cadre budgétaire européen a en partie contribué à la mise en place de politiques budgétaires procycliques ces dernières années. Il serait souhaitable d'abandonner au plus vite les règles liées au déficit structurel car celui-ci est un indicateur très peu fiable en temps réel, ce qui a amené la Commission à faire des recommandations erronés en termes de politiques budgétaires. La Commission pourrait d'ores et déjà se concentrer sur la règle reposant sur un *expenditure benchmark* en la retouchant légèrement pour l'améliorer.

Etant donné l'impossibilité de coordonner les politiques budgétaires des états membres, un instrument européen sera à terme nécessaire pour aboutir à une position budgétaire agrégée en adéquation avec la situation dans le cycle de la zone euro. Certaines formes d'assurance chômage européennes (dites "catastrophiques") pourraient être parfaitement adaptées aux contraintes politiques évoquées (assurance uniquement contre les chocs les plus larges, pas d'incitation à l'indiscipline budgétaire et à la négligence des problèmes structurels).

Agnès THIBAUT, Commission européenne

Il y a peut-être une façon de simplifier le débat, en examinant, d'une part, les risques les plus importants pesant sur la zone euro afin de les traiter, et en menant, d'autre part, le

débat plus large des projets prioritaires conditionnant l'Europe politique. Le projet de réassurance chômage est un sujet qui relève des partenaires sociaux européens.

José LEANDRO

Quelle est l'importance du *backstop* des fonds publics proposé aux États-Unis ? Est-il de 20 % ou de 2 % du GDP ? La question devra être approfondie. Le problème est le même concernant les *safe assets*. Les idées sont les bienvenues sur ces sujets. De manière générale, si nous attendons un consensus global, nous ne parviendrons pas à avancer. Il est important d'avancer par étape, en saisissant les opportunités qui s'offrent à nous.

Conclusion

Jean PISANI-FERRY

Je vous remercie pour vos interventions et vos apports à nos réflexions. Au terme de nos échanges, un diagnostic est partagé : l'union bancaire n'est pas achevée. Chacun s'inquiète également du fait que l'union bancaire n'ait pas encore été testée. En revanche, nous ne nous sommes pas accordés sur le « pentagone » proposé par José Leandro. Sur le plan politique, il existe différentes formes possibles de projets ou d'institutions. Le troisième point, très peu évoqué aujourd'hui, est le bloc « convergence - solidarité - stabilisation ». La discussion devra se poursuivre sur ces sujets afin d'avancer dans l'élaboration de l'union bancaire.

Document rédigé par la société Ubiqus – Tél : 01.44.14.15.16 – <http://www.ubiquis.fr> – infofrance@ubiquis.com

