



Photo: Vytautas Kielaitis / Shutterstock.com

L'impasse de la fédéralisation de l'Union européenne

par

Gordon Kerr et Cavin O'Driscoll



Gordon Kerr est un professionnel des marchés des produits dérivés et de la titrisation. Il a conçu, avec Abbey Santander, des instruments de fonds propres factices pour contourner les Règles de Bâle. Il travaille maintenant chez *Cobden Partners* (www.cobdenpartners.co.uk) et est un senior fellow de l'IREF



Cavin O'Driscoll est senior spécialiste des titres à revenu fixe dans les domaines des opérations sur obligations, de la construction de portefeuilles et de l'analyse de risques. Il était auparavant responsable mondial du crédit en ligne chez HSBC et directeur du trading du crédit financier chez Unicredit. Il travaille également avec *Cobden Partners* et est affilié à IREF



1. La destination principale - le fédéralisme.

Après les atrocités de deux guerres mondiales, la Déclaration Schumann ¹ de 1950 envisageait une Europe fédérale pour dissuader les États-nations de basculer une nouvelle fois dans un conflit armé. L'objectif fédéraliste de centralisation du pouvoir a été présenté comme le seul moyen de « sécuriser » la paix, la sécurité et la liberté en Europe. La Communauté européenne du charbon et de l'acier (CECA), créée par traité en 1951², a d'abord été perçue comme une institution destinée à empêcher ses membres de produire des armements pour les guerres futures. Le processus d'unification politique a été temporairement interrompue avec le rejet par la France, en 1954, du Traité instituant la Communauté européenne de défense (CED). La CED envisageait la création d'une armée européenne supranationale dotée d'un budget, d'armements et d'achats communs et prévoyait des institutions centralisées supplémentaires.

Les fédéralistes européens ont alors trouvé un moyen de relancer le projet d'union politique en l'articulant autour de concepts « économiques » plus modernes et plus frais que le regard lugubre porté sur la guerre. De nouvelles propositions se sont concentrées sur la libre circulation des personnes, des services, des capitaux et des marchandises à travers une union douanière. La Conférence de Messine de 1955, à laquelle ont participé les membres fondateurs de la CECA, a créé un comité chargé d'étudier la possibilité d'un marché commun européen. Le traité de Rome ³, signé en 1957 et rebaptisé traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), a jeté les bases de

¹ Déclaration Schumann : <http://bit.ly/2kzZ75L>

² Traité de la CECA : <http://bit.ly/2kMcqjm>

³ Traité de Rome : <http://bit.ly/2mfvGpS>



la constitution de l'Union européenne en créant la Communauté économique européenne (CEE) et Euratom. Les architectes de l'Union européenne savaient que leur ambition d'intégration politique était très controversée ; leur projet était de construire une union en créant des institutions puissantes dotées de pouvoirs supranationaux dans toute l'Europe, en construisant une union par le haut, plutôt que par les fondations, un peu comme si l'on cherchait à construire une maison en commençant avec le toit plutôt que par les fondations. Deux traités étaient cruciaux. Le TFUE était le premier, Maastricht le second.

2. L'union économique et monétaire

Le traité de Maastricht est entré en vigueur en novembre 1993. Il changeait le nom de la CEE en Union européenne (UE) et établissait le cadre budgétaire et fiscal de l'UE en indiquant la voie vers l'Union économique et monétaire (UEM). L'UEM serait achevée lorsque ses trois pierres angulaires, à savoir l'alignement budgétaire entre tous les États membres, l'union bancaire et une nouvelle monnaie commune, seraient toutes en place. Mais aujourd'hui, vingt-six ans plus tard, force est de constater qu'une seule de ces trois pierres angulaires a véritablement été posée : l'introduction, en 1999, de l'euro, de l'Eurosystème et la création de la Banque centrale européenne (BCE). Alors que nous écrivons ces lignes (2019 Q4), le ciment avec lequel cette première pierre a été posée commence à se fissurer.

L'excellente analyse que nous offre Kevin Dowd sur la genèse de l'euro (à l'origine l'« écu dur ») et de la BCE démontre que les architectes de Maastricht ne s'intéressaient guère à l'économie monétaire ou n'en avaient que peu de connaissance. Leur objectif était de créer les États-Unis d'Europe. Bien sûr, les arguments économiques jonchaient les documents présentés à l'époque, mais



ces arguments ne résistaient pas même aux analyses les plus élémentaires.

Examinons quelques-uns des points soulevés par Dowd en juin 1993, avant que le traité de Maastricht n'ait été transposé en droit européen :

a) La conception et l'introduction d'une nouvelle monnaie — l'euro — ainsi que la mise en place d'institutions et d'infrastructures de soutien devaient de toute évidence entraîner des coûts considérables. Aucun effort n'a été fait pour évaluer ces coûts ou pour montrer que les avantages économiques d'une monnaie unique l'emportaient sur son coût. En outre, il était évident qu'une grande partie des coûts aurait pu être évitée en adoptant simplement l'une des monnaies existantes qui fonctionnait bien, le deutschemark. Les seules raisons pour lesquelles cela n'a même pas été envisagé étaient manifestement d'ordre politique et idéologique plutôt qu'économique⁴.

b) Depuis 1957, l'ancienne CEE a été construite principalement sur un « axe bilatéral ⁵ » entre la France et l'Allemagne. Peu de gens se souviennent aujourd'hui que l'Allemagne était encore, dans les années 1990, sous la supervision des quatre puissances alliées — la Russie, les États-Unis, la France et le Royaume-Uni — et cela depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Pour inciter l'Allemagne à abandonner sa monnaie parfaitement fonctionnelle on lui offrit de retirer les vestiges restants de sa défaite, telle que

⁴ Voir également la critique formulée par Minford, Rastogi et Hughes-Hallett (1991) à l'encontre du rapport de la Commission Européenne « Un marché, une monnaie ». Pour la critique : <http://bit.ly/2kjZCk6>. Pour le rapport de la Commission : <http://bit.ly/2mho7it>.

⁵ Dowd, K. "The Misguided Drive towards European Monetary Union", chapter 11 in Dowd, K et Timberlake Richard H. Jr, *Money and the Nation State*, The Oakland Institute, Oakland, Calif. 1998, p. 354.



l'interdiction de former une armée et le droit d'inspection pour les alliés vainqueurs.

c) Depuis sa conception originelle matérialisée par le « Plan Delors », lancé en juin 1988, Maastricht a été ouvertement présenté comme une étape clé pour faire de l'Europe un super-état fédéral, nécessaire non pas pour prévenir les guerres mais dans le cadre d'une vision étrange et mercantiliste du monde où les nations européennes étaient trop petites pour se débrouiller toutes seules. Aucun argument économique sérieux n'a été présenté en faveur d'une monnaie commune et d'une Banque centrale européenne. Le changement relevait purement du dogme, et ceux qui prédisaient des problèmes à venir étaient dénigrés, censurés ou rejetés comme de « mauvais européens » ; des tactiques et des rhétoriques fort semblables à celles employées aujourd'hui dans le débat autour du Brexit.

d) Dès sa première ébauche, le traité de Maastricht a été rédigé dans un langage bureaucratique (pour être poli), ou dans un charabia dénué de sens (pour l'être moins). Par exemple, la politique monétaire de la BCE devait être axée sur la « stabilité des prix », mais le terme n'a pas été défini. La BCE a donc été établie intentionnellement comme une institution qui n'avait pas de comptes à rendre, et tout espoir que cette institution puisse œuvrer pour la stabilité des prix était encore sapé par d'autres éléments du Traité. Le Conseil des ministres de la CE s'est vu conférer le pouvoir de convenir avec les pays non membres de la CE de ce que serait le taux de change entre ces pays et l'euro, avec des conséquences directes évidentes pour les prix en euros pratiqués dans les pays de la CE, ce qui aura pour effet de rendre stérile toute mesure de stabilisation des prix prise par une banque centrale nationale, quelle que soit l'ampleur des efforts et la précision avec laquelle on définit ce que l'on entend par « stabilité des prix ».



e) Depuis le début la BCE n'était indépendante que dans les textes. Afin de fournir des « prix stables », la BCE aurait dû être totalement indépendante de l'ingérence politique des États membres, faute de quoi il était évident qu'on lui demanderait de financer (personne à l'origine n'avait imaginé de renflouement !) les États membres. Ici, le traité est truffé de double langage Orwellien. L'article 7 du protocole aux statuts de la BCE et l'article 7 du traité actuel disposent que la BCE est indépendante. Toutefois, de nombreuses interdictions apparentes concernant les prêts aux États membres sont contredites par des paragraphes tels que l'article 104a, paragraphe 1, qui dispose que de telles restrictions ne s'appliquent qu'au crédit qui ne peut être justifié par des « considérations prudentielles »⁶.

L'analyse de Dowd est révélatrice. Il prévoyait la politisation de la BCE, son utilisation comme principal outil de financement des gouvernements des États membres surendettés qui hésitent à limiter leurs dépenses, et la croissance d'une bureaucratie massive et irresponsable au niveau de l'UE comme au niveau de la BCE :

« ...l'effort pour mettre en place un Système de Réserve Fédérale Européen est un cas d'école pour illustrer la prétention fatale de planificateurs centraux qui ont l'arrogance suprême de penser qu'ils peuvent imposer leur « volonté » aux peuples et aux marchés, au mépris total de toute notion de rationalité économique ou même simplement de bon sens. ⁷»

⁶ Dowd, *op. cit.* p. 360.

⁷ Dowd, *op. cit.* p. 370.



3. Les conséquences des défauts de conception de l'euro et des réponses politiques de la BCE après la CFM

Les réponses politiques apportées dans la zone euro à la Crise Financière Mondiale (CFM) ont donné lieu à des déséquilibres dans trois grands domaines :

- *Banque centrale européenne (BCE)*. En réponse à la CFM, le bilan de la BCE a plus que triplé en raison des politiques monétaires non conventionnelles de taux d'intérêt nul (ZIRP en anglais pour *Zero Interest Rate Policy*) et de *Quantitative easing* (QE) pour atteindre 4,7 billions d'euros.
- *Banques centrales nationales (BCN)*. Les banques centrales nationales de la zone euro utilisent toutes TARGET2, qui est un système de compensation en temps réel pour les BCN qui utilisent l'euro. Le système a été utilisé comme un distributeur automatique de billet pour le financement automatique (et non supervisé) par les pays souffrant d'un déficit persistant de leur balance courante, d'une fuite des capitaux et d'achats non financés d'obligations liées aux QE. Aujourd'hui, le solde brut des débits et des crédits s'élève à 2,5 billions d'euros. La question de savoir si ces déséquilibres sont assimilables effectivement à de la création de monnaie banque centrale ou s'ils ne sont que des postes du grand livre comptable fait l'objet d'un vif débat⁸.
- *Banques locales*. Une accumulation inexorable de prêts non ou partiellement remboursés par les emprunteurs

⁸ Le débat sur TARGET2 est abordé ici : <http://bit.ly/2lQfhrZ>



(en anglais NPL pour *Non-performing loans*) et de prêts « presque remboursables » [just about paying] s'est produite dans les systèmes bancaires des États membres où les NPL demeurent élevés et problématiques. Le montant total de ces prêts détenus par les banques d'importance systémique de la zone euro est passé de 1 000 milliards d'euros en 2014 à 587 milliards d'euros en mars 2019, en grande partie grâce à un tour de passe-passe comptable et aux pratiques des banques en matière de capitalisation des frais d'intérêt. Malgré ces « progrès », les NPL bruts représentent toujours 3,7 % des bilans des banques de la zone euro, provisionnés à 59 %, avec des différences importantes entre États membres. Des niveaux élevés de NPL dans un contexte de ZIRP (politique de taux d'intérêt nul) sont considérés comme contribuant à la zombification de plusieurs systèmes bancaires de la zone euro.

Le chaos financier actuel en Europe est bien pire qu'aux États-Unis et est essentiellement imputable aux défauts de conception de l'euro lui-même, aggravés par les décisions politiques inappropriées du côté de la BCE depuis 1999. Hans-Werner Sinn a présenté l'analyse la plus détaillée de ces défauts de conception et de ces échecs politiques⁹. En 2014, il les a classées en « six étapes de la crise ». L'Europe était alors, selon ses propres termes, tout simplement en train de « trébucher » :

1. L'introduction de l'euro, combinée à la mise en place du système de la BCE, a créé une « promesse implicite de renflouement » et mis en place des incitations perverses garantissant que les appels des dirigeants européens à la prudence budgétaire au niveau des États membres tomberont

⁹ Sinn, H-W, *The Euro Trap*, Oxford Press, 2014, chapter 8.



dans l'oreille d'un sourd et que les gouvernements emprunteront autant que possible sur les marchés conventionnels et, lorsque ceux-ci deviennent difficiles, via leurs banques centrales nationales en utilisant l'arsenal des mécanismes de refinancement mis à disposition par la BCE.

2. Prêter en faisant tourner la planche à billet. La principale différence entre le système de la BCE et celui de la Réserve fédérale réside dans le fait qu'aux États-Unis, les douze banques régionales de réserve doivent régler chaque année les débits et les crédits entre elles. Cela ne s'applique pas à l'Europe et son système de règlement TARGET2 est effectivement devenu une planche à billets sur laquelle les États membres les plus endettés peuvent s'appuyer.

3. Le « *Securities and Markets Programme* » (2010). Alors que les écarts de taux se creusaient sur les titres qu'elle détenait adossés à des prêts bancaires dans des pays en difficulté, la BCE a décidé de modifier ses règles et d'acheter des obligations sur le marché secondaire pour éviter la flamber des taux sur ces titres.

4. La réaction de l'Allemagne à l'étape 3 ci-dessus a été forte, car la politique de la BCE semblait contraire à l'article 125 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne. Le compromis trouvé consista en la mise en place de nouvelles institutions portant des noms variés et similaires, dont le point culminant a été l'actuel Mécanisme européen de stabilité (MES). Est-ce que ce mécanisme est une institution démocratiquement élue et d'avantage responsable que ne l'était le conseil des gouverneurs de la BCE à l'époque ? La chose est loin d'être tranchée. En tous les cas, au moment de sa création, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et ses frères et sœurs ont suffi à calmer les flammes de la colère allemande.



5. Promesses illimitées — OMT (Opérations monétaires sur titres). Le plus beau moment du président de la BCE, Mario Draghi, a peut-être été son merveilleux bluff de septembre 2012 par lequel il s'engageait à « faire tout ce qu'il faut pour sauver l'euro ». Notons en passant que l'euro était perçu comme à deux doigts de la mort il y a à peine sept ans.

6. L'union bancaire. Depuis la rédaction de l'article de Sinn, d'énormes efforts ont été investis dans l'union bancaire qui est souvent décrite à tort aujourd'hui comme étant « achevée ». Des progrès ont été réalisés en matière de réglementation ; une réglementation qui est désormais assez centralisée au sein du Conseil de surveillance de la BCE que préside Andrea Enria¹⁰. Mais le problème demeure à cause du recours à des simulations de crise (*stress tests*) plutôt qu'à une analyse des comptes bancaires, et la dernière initiative du Conseil de surveillance a d'ailleurs été d'auditer les modèles de risque utilisés par les banques. En termes d'évaluation des problèmes, c'est un peu comme si on décidait de rembourrer les chaises longues en toile du Titanic. Les *stress tests* ne donnent aucune idée de la santé des banques, et la prise de conscience de l'existence de problèmes sérieux dans certaines des banques européennes, parfois les plus puissantes comme la Deutsche Bank, se répand rapidement car le cours de son action languit à une fraction de ce qu'il était après l'euphorie initiale qui a suivi le sauvetage. Le sophisme des *stress tests* a été constamment démystifié par l'excellent travail d'Anat Admati¹¹.

A la liste de Sinn, on peut certainement ajouter une septième étape, l'assouplissement quantitatif (*Quantitative easing*). Il a commencé en 2015 et s'est officiellement terminé en décembre

¹⁰ Voir la lettre d'information mensuelle de l'IREF de Juin 2019 <http://bit.ly/2kCRhZ8>

¹¹ <https://stanford.io/2kKWpdN>



2018. En réalité, il n'est pas terminé et il est probable qu'il soit relancé.

En résumé, les tensions entre la BCE et la CE et les gouvernements des États membres demeurent non résolues. Il s'agit à la fois de questions de prudence budgétaire et de violation des « règles » de l'Union bancaire chaque fois que les gouvernements espagnol et italien (en particulier) renflouent des banques en faillite malgré les dispositions de 2015 visant à annuler une partie de la dette (*bail in*). Nous nous attendons à ce que les tensions entre la périphérie et le noyau continuent de bouillonner à deux doigts de la surface.

4. Pourquoi le « trébuchement » de l'Europe est limité dans le temps

Récapitulons la situation. La zone euro a été mise à l'épreuve lors de la grande crise financière de 2008, qu'elle n'a pas bien traversée. Malgré les politiques non conventionnelles de la BCE, telles que les taux d'intérêt nuls (ZIRP), les performances économiques peu reluisantes des États souverains dont les systèmes bancaires sont insolvables ont laissé la zone euro avec un niveau d'endettement précairement élevé. Cela a contribué à la formation d'un équilibre instable. Comme le souligne Philip Bagus¹², dès le début de la CFM les politiques de la BCE ont aggravé les problèmes structurels et mis en évidence les erreurs de conception de l'euro. La CFM est devenue invisible aux yeux du public car les gouvernements de la zone euro n'ont plus à se préoccuper des marchés pour émettre des titres de créance. Si un

¹² Philip Bagus, "The Tragedy of the Euro," 2010 <https://mises.org/library/tragedy-euro>.



pays souhaite emprunter, il peut simplement émettre des obligations qui sont achetées par ses banques nationales, qui sont incitées à agir de la sorte par un généreux traitement réglementaire des expositions au risque souverain et sont considérées sans risque. Les banques financent leurs achats en nantissant les obligations auprès de leur banque centrale nationale qui est autorisée à émettre en contrepartie de la monnaie banque centrale fraîchement imprimée. Le résultat de cette création de liquidité est que le pouvoir d'achat de l'euro s'est progressivement affaibli dans l'ensemble de la zone euro (en témoigne la hausse des prix de l'immobilier), plutôt que dans le pays qui emprunte, créant une incitation perverse pour d'autres pays à se comporter de manière similaire. La mise en évidence de ce lien entre les banques et les États souverains a donné lieu à un « cercle vicieux » : les problèmes de refinancement de la dette auxquels sont confrontés les gouvernements des États membres entraînent la faillite des banques nationales faiblement capitalisées, ce qui nécessite des renflouements de la part des gouvernements, ce qui, en retour, encourage de nouvelles crises souveraines. C'est peut-être en Irlande, en 2010, que l'on a vu pour la première fois un tel scénario se dérouler, qui a déclenché un renflouement par l'UE et par le Fonds monétaire international¹³.

Encore une fois, il faut reprendre brièvement l'histoire récente pour comprendre comment cela s'est produit. L'Europe a de fait connu des crises bancaires régulières depuis le début des années 1990 en raison de niveaux d'endettement manifestement ridicules. L'utilisation à son maximum des effets de levier dans les bilans (recours accru à l'endettement) a constitué un changement notable dans la politique des banques qui a accompagné la

¹³ Sur le cercle vicieux qui a conduit à cette situation en Irlande on pourra consulter le lien suivant : <http://bit.ly/2kM7lYr>



croissance rapide des produits dérivés dans les années 1980. Il n'entre pas dans le cadre du présent article d'examiner les causes et les effets de ces évolutions, mais l'évolution en elle-même est incontestable et a été accompagnée de modifications fréquentes des normes comptables afin de minimiser l'effet de levier apparent¹⁴. Un investisseur sain d'esprit achèterait-il des actions d'une entreprise qui a 99 % de dettes et seulement 1 % de fonds propres¹⁵ ? En 1991, la banque britannique *Barclays Bank* a été contrainte de se recapitaliser ; en Suède, en 1995, les taux d'intérêt ont atteint 500% alors que plusieurs banques étaient « sauvées » par l'État. Au milieu des années 90, plusieurs assureurs ont fait faillite. La Russie a fait faillite en 1998 en écrasant plusieurs banques, et les banques centrales ont dû imprimer de l'argent et renflouer de nombreuses organisations après la faillite d'un fonds d'investissement spéculatif — *Long Term Capital Management*. Au début des années 2000, nous avons connu la crise des *dotcom* et les problèmes bancaires qui en ont résulté. La CFM a frappé en 2007-2009. Mais aucun de ces événements n'a fait dérailler les fédéralistes. La vie des gens ordinaires a cependant été affectée, et elle s'est détériorée depuis lors, les revenus en Grèce et en Italie étant aujourd'hui nettement inférieurs à ce qu'ils étaient avant la CFM¹⁶.

¹⁴ Voir Kerr, G.A. in *The Law of Opposites*, Adam Smith Institute, 2011, chapitre 6.

¹⁵ Admati et Hellwig donnent la solution évidente : un moindre recours aux effets de levier par les banques. Admati, A et M. Hellwig, *The Bankers' New Clothes*, Princeton University Press, 2013.

¹⁶ La Grèce avait un PNB par habitant de \$28.660 en 2008 et de \$19.540 en 2018. Son ratio Dette/PIB était de 103% en 2008 et de 181% en 2018. En Italie le PNB par habitant est passé de \$37.760 en 2008 à \$33.360 pour 2018 alors que son ratio Dette/PIB passait de 102% (2008) à 132% (2018). Source : Banque Mondiale.



Vingt ans après l'introduction de l'euro, l'UEM est loin d'être achevée sur deux points. Sur le plan budgétaire, l'ambition était de centraliser et d'accroître la supervision des dépenses des gouvernements des États membres, mais le mépris des règles manifesté par l'Italie en 2018, et qui se poursuit aujourd'hui malgré un nouveau gouvernement, nous renvoie à la citation de Mike Tyson : « Tout le monde a un plan jusqu'au moment où il prend un coup de poing à la figure ». Au niveau de l'Union bancaire et des marchés de capitaux, il existe également des trous béants, qui pourraient s'élargir après le Brexit si l'essentiel de l'activité des marchés de capitaux reste à Londres. Sans fédéralisation, le contrôle budgétaire restera superficiel et au mieux cajolant, et l'union bancaire ne sera jamais achevée, sauf à supposer que les socialistes Allemands fassent tout leur possible pour y parvenir, en commençant par prendre les mesures décrites ci-dessous qui mettront l'euro sur la voie de la dévaluation et, finalement, de sa fracture. Les taux d'intérêt ne peuvent plus baisser sans abolir l'argent liquide. La BCE veut désespérément aller dans cette direction, se rendant bien compte que la mascarade — qu'elle entretient — selon laquelle ses politiques « fonctionnent » est de plus en plus ridiculisée. Les gens ordinaires ne comprennent tout simplement pas à quel point le projet de monnaie unique est brisé ; il dépendait de manière critique, dès le départ, de la mise en place des trois pierres angulaires et non d'une seule. Mais l'élite qui dirige l'Europe comprend.

Malgré le soutien populaire en faveur de l'euro¹⁷, la monnaie n'a pas été en mesure d'obtenir le statut de monnaie mondiale. En fait, le rôle international de l'euro en tant que monnaie de réserve a culminé au cours de la CFM avec 20% du marché mondiale

¹⁷ Selon l'Eurobaromètre, un taux record de 70 % des citoyens de l'UE soutient l'euro, https://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-4969_fr.htm.



contre 60 % pour le dollar américain. Et ce, malgré le fait que l'euro soit utilisé dans environ 36% de toutes les transactions internationales. La Commission européenne est bien consciente des lacunes de l'euro et souhaite qu'il joue un rôle international plus important en tant que monnaie de réserve¹⁸, mais la CE sait qu'il lui faudra faire bien plus de progrès vers l'UEM afin de pouvoir défendre l'euro.

Les bureaucrates européens ont été encouragés par l'intervention politique du président de la France, Emmanuel Macron, qui a tenté de donner un nouvel élan à la fédéralisation plus tôt cette année. Il a appelé à un « renouveau » européen et à l'organisation d'une Conférence pour l'Europe. Nul doute qu'il a lu le chapitre de Kevin Dowd et cherche à reprendre la tactique autrefois utilisée par Jacques Delors. Mais l'appel du président Macron en faveur d'une union des banques, des marchés de capitaux et d'une union budgétaire, soutenues par un Fonds monétaire européen et un ministère des finances européen doté de pouvoirs budgétaires, ne diffère guère de ce que Delors avait précisément demandé en juin 1988 lors d'une telle conférence à Hanovre. Malgré les ressources — financières, politiques et de propagande — presque infinies qui ont été consacrées à ce projet, quelque trente et un ans plus tard, voici les responsables politiques discutant du départ imminent d'un pays qui n'utilise pas l'euro — le Royaume-Uni — comme constituant une « menace existentielle » pour l'Union européenne¹⁹.

¹⁸ Commission européenne (2017), *Reflection paper on the deepening of the Economic and Monetary Union*, COM 2017(291), 31.5.2017. Disponible en suivant ce lien : <http://bit.ly/2kk1b1s>

¹⁹ Katarina Barley, Membre du Parlement Européen, interviewée sur Channel 4 TV news, 5 Septembre 2019.



5. 2019 – La Grande poussée pour le « renouvellement » du projet fédéral

Parfaitement consciente de la faible marge de manœuvre qui lui reste pour achever ou abandonner l'UEM, la Commission européenne continue à se battre et pour cela a développé les idées présentées dans le « Rapport des cinq présidents²⁰ » et produit plusieurs « documents de réflexion » exposant leurs idées sur les mesures à prendre pour approfondir l'UEM. Les principales recommandations politiques ont porté sur le renforcement de l'UEM par le biais d'initiatives de réduction et de partage des risques, l'accent étant mis délibérément sur le séquençage. L'objectif est d'élaborer un ensemble complet de mesures d'intégration associant les institutions décisionnelles de l'UE et son corps législatif, avec un calendrier qui prévoit l'achèvement du processus d'ici 2025.

L'achèvement de l'union bancaire est une priorité, un accord initial étant nécessaire sur le fonctionnement du fonds de résolution unique (FRU) et l'aide que pourra lui apporter le Fonds monétaire européen afin de garantir l'efficacité d'un nouveau cadre européen pour la résolution bancaire [liquidation ordonnée d'une banque insolvable]. Le FRU a une histoire mouvementée de résolution des faillites bancaires, en particulier lorsque la banque en difficulté était considérée comme n'ayant pas d'importance systémique — un tour de passe-passe souvent utilisé par l'Espagne et l'Italie lorsqu'elles veulent que leurs banques centrales nationales et leurs régulateurs résolvent et, généralement, finissent par renflouer. Mais la situation est désordonnée. Les résultats varient car les lois applicables en cas d'insolvabilité d'une banque varient d'un État à l'autre. Différentes règles et conventions comptables s'appliquent dans les différents pays en

²⁰ « Le rapport des cinq présidents » (2015) : <http://bit.ly/2lWiBSs>



ce qui concerne les NPLs, et les processus juridiques en matière de recouvrement des prêts sont extrêmement divers. Des pays comme le Royaume-Uni ont accéléré leurs procédures de recouvrement et d'exécution et les prix des actions des cabinets d'huissiers de justice ont fortement augmenté. En Italie, en revanche, les procédures sont lentes et longues, et il y a une pénurie de juges, de telle sorte que les agendas des tribunaux sont plus que pleins.

Ces problèmes pratiques continuent d'entraver la vision d'un cadre avec un régulateur européen unique qui opèrerait à travers un Mécanisme de surveillance unique (MSU), qui garantirait une résolution ordonnée des banques. Seules les banques disposant d'un plan de redressement crédible pourraient être prises en considération par le mécanisme européen de stabilité (MES). Tout aussi important pour l'union bancaire est l'existence d'un système européen d'assurance des dépôts pour garantir tous les dépôts en cas de défaillance bancaire et pour prévenir la fragmentation du marché en temps de crise. Il s'agit d'une question litigieuse ; l'Allemagne est en tête des pays sceptiques et souhaite une modification des règles (l'abandon de la pondération zéro risque pour les obligations souveraines, pondération qui a permis au « cercle vicieux » susmentionné de se mettre en place) ainsi qu'une réduction substantielle des risques dans le système bancaire de la zone euro avant qu'elle ne puisse envisager de partager la responsabilité des dépôts lorsqu'une banque non allemande est en faillite.

L'union des marchés de capitaux est vue comme essentielle pour garantir des sources de financement novatrices et diversifiées aux entreprises et aux ménages. L'intégration des marchés de capitaux en Europe est envisagée pour accroître la capacité d'absorption des chocs financiers par le partage des risques privés et pour recycler l'épargne excédentaire des pays



excédentaires vers le reste de la ZE par le biais des fonds propres plutôt que par la dette. La CE appelle à un examen des autorités de surveillance nationales et à la mise en place d'un superviseur européen des marchés de capitaux.

Un fonctionnement de l'union budgétaire est envisagé avec des règles qui seraient une version simplifiée du pacte de stabilité et de croissance (PSC), assortie d'un dispositif de soutien budgétaire pour le FRU. On espère que cette capacité centrale de stabilisation budgétaire apaisera les craintes de l'Allemagne au sujet des transferts permanents et atténuera les craintes d'aléa moral. Un fonctionnement crédible est nécessaire pour éviter que des incitations perverses n'incitent les États membres, comme l'Italie, à préparer de nouvelles formes de monnaie (dans le cas de l'Italie, de la monnaie fiduciaire simple sous la forme de billets de trésorerie, mais dans d'autres pays, un système monétaire différent pourrait être envisagé à base de crypto-monnaies ou une monnaie numérique appuyée sur des métaux) et à élaborer des plans pour ne pas honorer certaines dettes en euros. Le mécanisme pourrait être établi sous la forme d'un régime de protection des investissements ou de réassurance chômage²¹, pour être déployée uniquement afin d'éviter des chocs importants ou de réduire les divergences. Il est envisagé que l'accès à ces instruments serait conditionné par le respect des normes de convergence et la mise en œuvre de réformes nationales.

Pour accroître les « effets stabilisateurs » (ou peut-être simplement pour les inciter à signer), l'idée qu'une entité de l'UE

²¹ L'idée d'« un régime européen de réassurance chômage [qui] pourrait servir de 'fonds de réassurance' pour les régimes nationaux d'assurance chômage » est reprise dans un document récent de la CE : <http://bit.ly/2IU0c8D>



devienne le principal emprunteur au nom des États membres est étudiée de façon plutôt favorable.

Au cours des trois dernières années, on a beaucoup réfléchi à la mise au point d'un véritable actif sûr pour la zone euro qui permettrait aux gouvernements de se financer à condition que l'on estime qu'ils suivent une politique budgétaire stricte. Les États membres voyous verront leur accès au refinancement restreint. L'espoir est qu'en diversifiant les portefeuilles d'obligations souveraines des banques on évite d'entrer dans le « cercle vicieux ». Cependant, évoquer la création d'actifs sûrs suscite de vives réactions dans le débat qui ne cesse de faire rage autour de la responsabilité conjointe et solidaire des États membres. Le concept de mutualisation de la dette a déjà été accepté indirectement par les États membres lorsqu'ils ont accepté d'être membres de la Banque européenne d'investissement, bien que, en l'espèce, les risques sont considérés comme acceptables et bien gérés. Une objection forte à la mutualisation de la dette concerne les dettes héritées du passé.

Des degrés variables de mutualisation de la dette peuvent être créés par l'émission initiale d'instruments tels que les titres adossés à des obligations souveraines à responsabilité limitée, comme le propose Brunnermeier et ses co-auteurs²² avant la progression vers des euro-obligations entièrement mutualisées, à responsabilité conjointe et solidaire. La question de savoir qu'elle serait l'entité chargée d'émettre un actif sûr en euros a fait l'objet de discussions. Il pourrait s'agir du Mécanisme Européen de Stabilité soit d'un nouveau véhicule qui reste à créer, le Trésor pour la Zone euro. Ces ambitions soulèvent des questions tant sur

²² Brunnermeier, M, S. Langfield, M. Pagano, R. Reis, S. Van Nieuwerburgh et D. Vayanos (2016 b), « ESBies : Safety in the Tranches », document de travail du ESRB, n° 21, septembre.



les objectifs que sur la responsabilité d'une telle charge et fonction. Le MES, autrefois symbole de l'état embarrassant des finances des États membres, est aujourd'hui considéré comme le principal véhicule d'emprunt et donc le sauveur de l'Europe — ou du moins le sauveur du projet de fédéralisation.

La Commission européenne a également envisagé que la fonction d'emprunt soit supervisée par un ministre des finances de la zone euro, qui siège au sommet d'un nouveau Trésor de la zone euro en charge des budgets et de la capacité fiscale de l'ensemble de la zone euro. Le budget de la zone euro nécessiterait inévitablement une source de recettes stable. Le rôle du ministre des Finances est également considéré comme intégrant les responsabilités financières du président de l'Eurogroupe et celles du commissaire en charge de l'UEM, actuellement vice-président pour l'euro. En outre, les décisions seraient prises au sein de l'Eurogroupe et la responsabilité serait envisagée devant le Parlement européen. La Commission considère qu'il s'agit là d'une nécessité absolue pour l'efficacité de la gouvernance de la zone euro et la légitimité démocratique. L'extension de ces responsabilités nécessiterait l'intégration dans un cadre juridique commun de l'UE par laquelle les États membres accepteraient de donner au Parlement européen davantage de responsabilités pour les décisions prises sur les questions relatives à la zone euro. Tous ces instruments, fonctions et responsabilités nécessiteraient plusieurs réformes clés et une modification du Traité et impliqueraient un transfert important de compétences du niveau national au niveau européen. Dans les documents de délibération aucune mention n'est faite des coûts liés à la mise en place d'une union budgétaire, qu'ils soient monétaires, sociaux ou politiques. Cette vision relève d'un fédéralisme, entier et direct. Pourquoi cela ne s'est-il pas encore produit ?



6. L'avenir semble binaire : fédéralisation ou fracture de l'euro ?

Au moment où nous écrivons ces lignes, le quatrième trimestre de 2019, un cycle mondial d'assouplissement monétaire semble sur le point de commencer. La BCE a déclaré qu'elle ne disposait pas des bons outils pour affronter la prochaine crise et s'interroge sur l'efficacité de la politique monétaire. La BCE est fatiguée d'appeler les gouvernements européens à réformer leurs politiques budgétaires. La nouvelle présidente de la BCE, Christine Lagarde, a réitéré la position actuelle de la BCE dans sa déclaration au Parlement européen²³, à savoir que la politique monétaire doit rester accommodante sans être surchargée. Cependant, elle exige un instrument budgétaire significatif pour stabiliser les économies des États membres, épousant ainsi l'agenda du fédéralisme.

Les fondements historiques de l'UE ont été de nature fédéraliste et l'objectif ultime a toujours été la pleine Union politique de l'Europe. Le chemin sur la voie de la fédéralisation européenne a duré jusqu'à présent trente et un ans et est encore loin d'être achevé. Cependant, au fil de ce processus, une eurocratie massive, irresponsable et bien financée s'est développée, qui cherche désespérément à survivre et à procréer. La volonté de cette euro-cratie (et non celle des peuples d'Europe !) de créer les États-Unis d'Europe n'a pas faibli. Les instruments (évoqués plus haut) présentés comme nécessaires dans le seul but d'achever l'union monétaire et budgétaire sont dits participer à un « approfondissement de l'UEM », mais il s'agit de fait d'une fédéralisation pure et simple. Une fois obtenu un véritable

²³ Le discours de Christine Lagarde devant le Parlement européen : <http://bit.ly/2mkk4lD>.



contrôle sur les finances de chaque État membre et le fonctionnement de son système bancaire, le siège centralisé du pouvoir aura pris le contrôle total de cet État membre.

Mais le projet semble voué à l'échec. Dans leur empressement à adopter rapidement une monnaie commune à la date initialement prévue pour 1999, de nombreuses failles, souvent fatales, ont été incorporées à l'euro. Loin d'harmoniser les économies, l'euro a contribué à en détruire une ou deux et à en réduire de nombreuses. Ces défauts peuvent être corrigés, n'est-ce pas ? Cela semble improbable, car à chaque difficulté post-CFM, la BCE a été prise au dépourvu par l'état précaire des banques européennes. La BCE ne savait probablement pas à l'époque de la CFM à quel point les bilans de toutes les banques étaient trompeurs, et elle a rapidement renoncé à essayer de comprendre. Aujourd'hui, la BCE autorise simplement toutes les BCN à financer la quasi-totalité des actifs bancaires avec de la monnaie imprimée.

Le système bancaire est tellement brisé, tellement sous-capitalisé, que les banques sont devenues des membres de l'État. Mais des membres qui n'ont pas de comptes à rendre ; les règles comptables sont tellement éloignées de la réalité que même des banquiers centraux de haut niveau comme Andy Haldane de la Banque d'Angleterre considèrent la lecture des comptes publiés par les banques comme une perte de temps. La supervision est impossible et les stress tests sont risibles. La banque s'est donc politisée. Les banques considérées comme « bonnes » sont celles dont le conseil d'administration est diversifié, celles qui s'enthousiasment pour la fintech et pour la responsabilité sociale des entreprises, et celles qui « se soucient » des emprunteurs en difficulté. La solvabilité n'est pas une question importante lorsque la BCE dispose d'une puissante machine à imprimer.

Une simple refonte de l'euro ne suffira pas. La plus grande difficulté de la BCE est que ces problèmes ont mis les finances des



États membres à genoux et sont perçus comme ne pouvant être résolus que par un accroît des liquidités. En outre, la BCE n'envisage même pas d'apporter des changements majeurs à la structure imparfaite de l'euro. Les solutions proposées pour l'année 2019 ne sont en rien plus novatrices que l'une des principales causes profondes, et reconnues comme telles, de la crise bancaire : l'ingénierie financière. Pourquoi la BCE pense-t-elle possible de créer quelque valeur que ce soit en mettant en commun les obligations de 19 États insolvables, ou à travers une « mutualisation totale de la dette » ?

Pour ces raisons, nous nous attendons à ce que de nouveaux signes indiquent que certains États membres préparent discrètement une fracture de l'euro. Si la fédéralisation n'intervient pas très rapidement, la BCE perdra sa légitimité et un grand gouvernement, tel celui de l'Allemagne ou de l'Italie, choquera le système en lançant une monnaie parallèle. Les sociétés ne peuvent pas fonctionner à des taux d'intérêt nuls — il n'y a aucune incitation à travailler et à épargner, seulement de puissantes incitations à rester assis à la maison et à emprunter contre le prix/la valeur de votre maison qui augmente constamment. Les jours de l'euro dans sa forme actuelle sont comptés.

Dans son ambition de faire avancer le projet fédéraliste, l'Union européenne risque de perdre de vue ses objectifs premiers de paix, de sécurité, de prospérité et de liberté et il n'est pas évident que le fédéralisme soit le seul moyen de les atteindre. Dans son mémoire, Jean Monnet, l'un des pères fondateurs de l'UE, déclarait : « L'Europe se forge dans les crises, et elle sera la somme des solutions adoptées à partir de ces crises »²⁴. Lorsque la prochaine crise frappera, méfiez-vous des solutions imaginées par l'UE.

²⁴ Jean Monnet, *Mémoires*.