

ANALYSE

Sans croissance, pas d'indépendance

Mario Draghi, la condition de Brunner et la souveraineté économique européenne

Par Christophe Rodrigues, Senior fellow d'Economixte · Octobre 2026

Dans un discours important prononcé à l'École polytechnique fédérale de Zurich en mémoire de l'économiste monétariste Karl Brunner, Mario Draghi mobilise une idée cruciale pour la reconstruction de la souveraineté économique de l'Union européenne : une banque centrale ne reste durablement indépendante, et sa monnaie durablement stable, que si l'économie qu'elles servent produit assez de croissance économique. Cette note propose de prolonger l'argument : si cette causalité est essentielle à comprendre, elle joue aussi en sens inverse. Cette relation vertueuse dépend toutefois de conditions qu'il est essentiel d'identifier. Par ailleurs, elle implique de comprendre que l'indépendance de la banque centrale ne signifie pas non plus que celle-ci échappe à toute régulation démocratique.

LES IDÉES CLÉS

1. La croissance, condition nécessaire de l'indépendance monétaire
2. En retour : l'indépendance monétaire, condition de la croissance
3. Une condition nécessaire mais insuffisante : instituer la croissance
4. La souveraineté économique, articulation des trois conditions

Conclusion : l'indépendance n'est pas la technocratie

Il peut sembler étonnant et même paradoxal d'entendre Mario Draghi affirmer qu'« une banque centrale qui porte la croissance n'est pas un arrangement durable ». C'est en effet sous sa présidence, de 2011 à 2019, que la Banque centrale européenne (BCE) est justement devenue par le « *whatever it takes* » de juillet 2012, puis par les taux négatifs et les achats massifs de titres publics l'institution qui a tenu la zone euro à bout de bras. Le discours que Mario Draghi a prononcé à Zurich le 1^{er} octobre 2026, et que Le Grand Continent a publié en français, n'est donc pas un plaidoyer *pro domo*. Il sonne à la fois comme un bilan et comme un avertissement.

L'essentiel en 3 minutes

Sans croissance, l'indépendance de la BCE et la stabilité de l'euro ne sont pas durables ; en retour, une banque centrale crédible soutient la croissance, à condition qu'un cadre institutionnel européen la produise.

1. LES FAITS

- Le taux moyen de la dette (environ 2,25 %) reste inférieur à la croissance nominale (environ 3,5 %), mais 1/6^e de la dette publique est refinancé chaque année aux conditions actuelles, et la Commission européenne prévoit que r dépassera g au début de la prochaine décennie.
- À politiques inchangées, le FMI anticipe une dette européenne moyenne de 130 % du PIB en 2040 ; l'ajustement nécessaire serait de 6 à 7 points de PIB.

- Depuis 2019, la productivité horaire progresse de 0,3 % par an dans la zone euro, contre 1,8 % aux États-Unis.

2. TROIS MÉCANISMES

- **La condition de Brunner** : une banque centrale ne peut garantir durablement la stabilité de la monnaie que si le gouvernement maîtrise la dynamique de sa dette, qui dépend de l'écart entre le taux d'intérêt (r) et la croissance (g).
- **Des taux mondiaux, une croissance locale** : l'Europe « importe la totalité de la hausse des taux, mais seulement une fraction de la croissance ».
- **La causalité inverse** : une banque centrale indépendante abaisse r , allonge l'horizon de l'investissement, garde des marges de manœuvre face aux chocs et rend l'euro attractif.

3. CE QUI PEUT CHANGER

- Instituer la croissance : achever le marché unique, réaliser l'union des marchés de capitaux, financer en commun les biens publics européens.
- Une gouvernance de la croissance symétrique de la procédure de déficit excessif, et une capacité budgétaire commune.
- Une BCE mieux adossée à la légitimité démocratique : dialogue monétaire enrichi, approbation des nominations par le Parlement européen ; « rendre des comptes n'est pas recevoir des ordres ».

Son point de départ est ce que Draghi appelle la « condition de Brunner ». Karl Brunner, qui a introduit en 1968 le terme même de « monétarisme » dans le vocabulaire économique, rappelait qu'une banque centrale ne peut garantir la stabilité de la monnaie que si le gouvernement maîtrise la dynamique de sa dette. Le choix de cette référence par Draghi n'est pas anodin. Dans la tradition monétariste, et sans doute plus encore dans sa traduction ordolibérale qui a largement inspiré l'architecture de Maastricht sur le modèle de la Bundesbank, la stabilité monétaire et l'indépendance de la banque centrale tendent à être pensées comme des **fins en soi** , des principes constitutionnels. On peut considérer que le fondement de cette posture politique est la faible confiance que l'on peut accorder dans les élites politiques à respecter leurs engagements en matière de maîtrise des finances publiques. Or la lecture qu'en propose Draghi est différente : si l'indépendance de la banque centrale est *conditionnelle*, si elle dépend d'un rapport entre taux d'intérêt et croissance qu'elle ne maîtrise pas seule, alors elle n'est pas une fin, mais un **moyen** au service de la stabilité macroéconomique d'ensemble. Et elle dépend de la capacité du pays à être en croissance en même temps qu'elle accompagne cette croissance.

Éclairage théorique · Qu'est-ce que la condition de Brunner ?

Énoncé. Une banque centrale ne peut préserver durablement la stabilité de la monnaie que si le gouvernement maîtrise la dynamique de sa dette publique. Elle a besoin d'une autorité budgétaire dont les incitations sont compatibles avec les siennes : si la dette augmente plus rapidement que la création de richesses, la pression en faveur de sa monétisation s'accroît, au risque de fragiliser puis de renverser la confiance dans la monnaie.

Le rôle décisif de l'écart $r - g$. L'évolution du ratio dette publique/PIB (d) dépend de l'écart entre le taux d'intérêt apparent payé sur la dette (r) et le taux de croissance nominal du PIB (g , croissance réelle augmentée de l'inflation), ainsi que du solde primaire (p , solde budgétaire hors charge d'intérêts) :

$$\Delta d \approx (r - g) \times d - p$$

Si $r < g$, le poids de la dette se réduit spontanément à solde primaire inchangé ; si $r > g$, il augmente de lui-même, sauf excédent primaire suffisant. Pour une dette de 100 % du PIB, avec $r = 4\%$ et $g = 2\%$, la dette s'alourdit mécaniquement d'environ 2 points de PIB par an : il faut un excédent primaire de 2 % du PIB pour

la stabiliser. Avec $r = 2\%$ et $g = 4\%$, la croissance érode la dette, même en présence d'un léger déficit primaire.

Le risque de dominance budgétaire. Lorsque r excède durablement g , l'État doit choisir entre des excédents primaires douloureux et une pression sur la banque centrale pour qu'elle facilite le financement de la dette. Si les marchés anticipent cette monétisation, ils exigent une prime d'inflation, r augmente et la dette se fragilise encore : c'est l'« arithmétique monétariste déplaisante » mise en évidence par Thomas Sargent et Neil Wallace. On parle de dominance budgétaire (*fiscal dominance*) lorsque la politique monétaire est, de fait, contrainte par les besoins de financement de l'État. La notion, issue des travaux de Thomas Sargent et Neil Wallace, a été reprise et approfondie notamment par Michael Woodford, qui a montré qu'une banque centrale, même indépendante, ne peut garantir la stabilité des prix si la politique budgétaire ne s'y prête pas. Autrement dit, il y a dominance budgétaire dès lors que la politique monétaire est, de fait, contrainte par la politique budgétaire.

La traduction institutionnelle. Le traité de Maastricht a inscrit cette condition dans le droit : indépendance de la BCE, interdiction du financement monétaire des États, clause de non-renflouement, procédure concernant les déficits excessifs. Mais ses valeurs de référence supposaient une croissance forte : un déficit de 3 % du PIB ne stabilise la dette à 60 % du PIB que si la croissance nominale atteint 5 % par an (environ 3 % de croissance réelle et 2 % d'inflation).

C'est cette idée que la présente note voudrait défendre et prolonger. La croissance qui fait aujourd'hui défaut à l'Europe est une condition nécessaire de l'indépendance de la BCE et de la stabilité de l'euro (1). En retour, ce que Draghi ne dit pas explicitement, mais que son raisonnement permet d'extrapoler, l'indépendance de la banque centrale et la stabilité de la monnaie sont aussi une condition de la croissance (2). Mais cette condition est insuffisante : il faut un cadre institutionnel vertueux pour produire la croissance que la monnaie seule ne peut créer, cadre institutionnel qui fait actuellement défaut dans l'UE (3). Ensemble, ces trois propositions dessinent les conditions de la souveraineté économique européenne, une souveraineté qui n'exige pas une banque centrale technocratique, mais au contraire une indépendance mieux adossée à la légitimité démocratique (4).

1. La croissance, condition nécessaire de l'indépendance monétaire

L'indépendance de la BCE est garantie par les traités : l'article 130 du TFUE interdit à ses organes de solliciter ou de recevoir des instructions des gouvernements. Mais le discours de Draghi a le mérite de rappeler qu'une **indépendance juridique** n'est pas une **indépendance économique**. Celle-ci repose en définitive sur une relation macroéconomique (l'écart entre r et g) que la banque centrale ne contrôle pas seule. Le parcours de l'euro en offre une démonstration en trois temps.

Une première décennie de croissance présumée

De 1999 à 2007, la zone euro a crû d'un peu plus de 2 % par an en termes réels, et l'écart entre le taux d'intérêt moyen de la dette et la croissance nominale ne s'est établi qu'à 0,6 point. La condition de Brunner semblait remplie sans effort : la BCE pouvait conduire sa politique avec son seul taux directeur, et son indépendance n'était pas mise à l'épreuve. Mais cette croissance n'était pas celle sur laquelle les architectes de l'Union économique et monétaire avaient misé. La condition de Brunner était remplie grâce à une conjoncture favorable, non grâce à des institutions capables de produire durablement de la croissance économique.

Éclairage historique · Pourquoi la croissance des années 2000 était-elle fragile ?

Le traité de Maastricht reposait sur un pari implicite : la monnaie unique et l'achèvement du marché unique devaient engendrer une croissance d'offre, fondée sur les gains de productivité liés à l'intégration des marchés, c'était la thèse du rapport de la Commission européenne *One Market, One Money* (1990). La croissance économique observée par la suite s'est révélée être d'une autre nature. Avec la perspective puis l'introduction de l'euro, le risque de dévaluation a disparu, et les taux d'intérêt des pays de la périphérie de l'époque (Espagne, Italie, Grèce, Portugal, mais aussi Irlande) se sont alignés sur les taux allemands. En 1999, les rendements à long terme italiens et espagnols avaient reculé de plus de 8 points depuis le début de la décennie, pour s'établir autour de 4 %. C'est ce que l'on appelle la **convergence des taux**. Le crédit est ainsi devenu peu coûteux pour investir dans les pays du sud de l'Union, et l'épargne des pays du cœur de la zone, Allemagne en tête, s'y est massivement dirigée. Ces flux de capitaux ont alimenté un boom du crédit, orienté davantage vers l'immobilier et la consommation que vers les secteurs productifs : les bulles immobilières espagnole et irlandaise en furent les manifestations les plus spectaculaires. La croissance de la première décennie de l'euro fut donc, pour une large part, une croissance financée par l'endettement, privé plus encore que public : fragile, mal allouée, et qui s'est effondrée avec la crise de 2008.

Une décennie où la banque centrale devient l'instrument de sortie des crises

Entre 2008 et 2011, l'écart $r - g$ a atteint en moyenne 2,8 points. Autrement dit, la crise a fait basculer la zone euro dans la situation que redoutait Brunner : le taux d'intérêt moyen payé sur la dette publique dépassait nettement le taux de croissance de l'économie, si bien que l'endettement public augmentait de lui-même, indépendamment des efforts budgétaires.

Éclairage historique · Comment l'austérité a-t-elle aggravé la crise ?

Dans un premier temps, en 2009 et 2010, les gouvernements européens avaient pourtant fait le choix de la relance, laissant jouer les stabilisateurs automatiques et adoptant des plans de soutien coordonnés pour sortir de la crise. Mais dès l'éclatement de la crise des dettes souveraines, au printemps 2010, ils ont opéré un retournement brutal, dans l'espoir de rassurer les marchés et de faire baisser les taux : entre 2010 et 2013, le solde budgétaire structurel de la zone euro a été resserré de 3,7 points de PIB, par des hausses d'impôts et un freinage des dépenses, y compris dans des pays qui ne subissaient aucune pression des marchés. Cette austérité a été procyclique : elle est intervenue en pleine récession, alors que les ménages et les entreprises, occupés à réduire leurs propres dettes, ne pouvaient compenser la compression de la demande publique. Elle a donc aggravé la récession au lieu de l'amortir, comme l'ont montré Olivier Blanchard et Daniel Leigh. La dette continuant de croître tandis que le PIB stagnait, et reculait même dans les pays les plus exposés comme la Grèce, l'Espagne ou le Portugal, le ratio dette/PIB s'est aggravé au lieu de se résorber : en voulant réduire la dette, l'austérité a affaibli la croissance qui seule permettait de la soutenir.

Le solde structurel. Le solde budgétaire structurel est celui qui est corrigé des effets de la conjoncture. Le solde budgétaire dépend en partie de la conjoncture : en récession, les recettes fiscales baissent et les dépenses de chômage augmentent mécaniquement. Le **solde structurel** neutralise cet effet : c'est le solde qu'on observerait si l'économie produisait à son **niveau potentiel**, c'est-à-dire en utilisant normalement ses capacités. Il mesure donc les seuls choix des gouvernements. *Exemple* : en cas de récession, lorsqu'un pays produit 4 % en dessous de son potentiel, son déficit se creuse mécaniquement d'environ 2 points de PIB, chaque point de production perdu dégradant le solde d'environ 0,5 point. Si ce pays affiche un déficit de 5 % du PIB, 2 points sont donc conjoncturels et disparaîtront avec la reprise ; les 3 points restants sont structurels et subsisteront sans nouvelles décisions budgétaires.

La zone euro a ainsi connu huit trimestres consécutifs de croissance nulle ou négative, du deuxième trimestre 2011 au premier trimestre 2013. Faute de toute autre politique de soutien à la demande, la BCE

a dû prendre à sa charge la croissance économique de la zone : prêts à long terme aux banques (LTRO, 2011-2012), annonce d'un programme de rachat potentiellement illimité de titres publics (OMT, 2012), taux directeurs négatifs (2014), puis achats massifs d'obligations publiques dans le cadre de l'assouplissement quantitatif (2015). Ces mesures ont ramené l'écart $r - g$ à environ - 1 point entre 2015 et 2019 et fait reculer la dette de la zone de 93 % à 84 % du PIB.

Éclairage théorique · Dominance monétaire ou dominance budgétaire ?

Draghi y voit un exercice de « dominance monétaire » et non de dominance budgétaire : l'inflation étant très inférieure à sa cible, ces achats relevaient du mandat de stabilité des prix, et la BCE l'a prouvé en relevant ses taux au rythme le plus rapide de son histoire dès le retour de l'inflation en 2022. Mais nombre d'économistes y voient au contraire une dominance budgétaire de fait : quelle que soit leur finalité affichée, ces achats ont allégé le financement des États et placé la politique monétaire sous la contrainte des finances publiques. Que la même politique puisse recevoir deux qualifications opposées révèle précisément la fragilité de la position d'une banque centrale devenue l'instrument de sortie des crises.

Le succès est indéniable ; il n'en révèle pas moins une fragilité. Une banque centrale qui devient, selon l'expression de Mohamed El-Erian, « *the only game in town* » s'expose à voir son indépendance contestée précisément parce qu'elle a agi. L'arrêt de la Cour constitutionnelle allemande du 5 mai 2020, qui reprochait à la BCE de ne pas avoir justifié la proportionnalité de ses achats de titres publics, en fut le symptôme le plus spectaculaire. Lorsqu'elle supplée l'absence de politique de croissance économique, la banque centrale n'est pas soumise aux États ; mais elle est sommée de répondre d'effets sur les finances publiques, la répartition des patrimoines, ou encore les prix d'actifs qui débordent son mandat et que sa légitimité ne couvre pas.

Une troisième période : des taux mondiaux, une croissance locale

C'est l'apport le plus neuf du discours de Draghi. Les taux longs européens évoluent aujourd'hui au rythme des rendements américains, poussés par un déficit public des États-Unis proche de 6 % du PIB et par l'investissement colossal dans l'intelligence artificielle : près de 800 milliards de dollars cette année pour les seules grandes entreprises technologiques américaines. Draghi en tire la formule la plus frappante du texte : **l'Europe « importe la totalité de la hausse des taux, mais seulement une fraction de la croissance »**. Le taux moyen de la dette (environ 2,25 %) reste encore inférieur à la croissance économique nominale (environ 3,5 %). Pour autant, 1/6^{ème} de la dette publique des États membres est refinancé chaque année aux conditions actuelles, et la Commission européenne prévoit que r dépassera g au début de la prochaine décennie. À politiques inchangées, le FMI anticipe une dette européenne moyenne de 130 % du PIB en 2040, et l'ajustement budgétaire nécessaire (6 à 7 points de PIB !) serait près de deux fois supérieur aux épisodes d'assainissement que l'Europe a su conduire depuis trente ans.

La conclusion s'impose : « **des deux forces qui déterminent la dette, le taux d'intérêt est de plus en plus fixé hors d'Europe. La croissance est celle sur laquelle l'Europe peut encore agir.** » Sans croissance économique, la tentation de recourir à la banque centrale renaîtra en lui demandant de monétiser les dettes des États membres et l'histoire montre, rappelle Draghi, que les gouvernements l'ont plus souvent choisie que les décisions plus difficiles à prendre. La construction à venir de l'euro numérique de banque centrale peut même devenir le nouveau cheval de Troie de cette tentation. **Or, ce qu'il nous faut comprendre, c'est que la croissance économique n'est pas un objectif concurrent de la stabilité monétaire : elle en est la condition de possibilité.**

2. En retour : l'indépendance monétaire, condition de la croissance

Le discours de Draghi est construit sur une causalité principale, qui va de la croissance vers l'indépendance. Mais son raisonnement contient aussi, en creux, la causalité inverse. Dans la condition de Brunner, r et g sont les deux termes d'une même inégalité : **si la croissance agit sur g , la crédibilité de la banque centrale agit sur r** . L'indépendance monétaire n'est pas seulement protégée par la croissance ; elle contribue à la rendre possible, par au moins 4 canaux.

Les deux premiers canaux passent par le coût et la durée de l'investissement. Une banque centrale crédible réduit la prime que les investisseurs exigent pour se protéger de l'inflation, et elle offre une unité de compte fiable sur plusieurs décennies. Comment la confiance dans la monnaie se traduit-elle dans les taux et dans les décisions d'investir ?

Éclairage théorique · Comment la crédibilité monétaire abaisse-t-elle r ?

1- Le canal des primes de risque. Draghi le rappelle lui-même à propos des années 1990 : une banque centrale crédible réduit la prime que les investisseurs exigent au titre du risque d'inflation, de même que des finances publiques saines réduisent la prime de risque souverain. À l'inverse, toute suspicion de monétisation réintroduit une prime d'inflation dans les taux longs et renchérit le coût du capital. Alors que l'Europe subit déjà la hausse des taux mondiaux, elle ne peut se permettre d'y ajouter une prime de défiance envers sa propre monnaie. L'indépendance est ici un actif macroéconomique : elle abaisse r .

2- Le canal de l'horizon. La croissance économique dont l'Europe a besoin dans les infrastructures énergétiques, les capacités de calcul, la défense, le numérique repose sur des investissements dont la rentabilité s'étale sur des décennies. Elle suppose une unité de compte fiable dans le temps long, donc un pouvoir d'achat de l'euro renforcé. C'est l'enseignement des travaux de Finn Kydland et Edward Prescott sur l'incohérence temporelle : une autorité monétaire exposée aux pressions de court terme est incitée à créer de l'inflation par surprise, sans gain durable de production, mais au prix d'anticipations des agents privés perturbées. Une banque centrale soustraite aux cycles électoraux des 21 États de la zone euro offre au contraire l'horizon stable que réclame l'investissement de long terme.

Le troisième canal est plus paradoxal : seule une banque centrale pleinement crédible peut se permettre de se soucier de la croissance économique de sa zone. Une banque centrale peu crédible est contrainte à la gestion de l'urgence des chocs, une banque centrale crédible organise le temps long et la richesse collective future.

Cas concret · Que coûte à la croissance un resserrement monétaire ?

Draghi assigne à la BCE une seconde priorité : ne pas affaiblir l'activité plus que nécessaire. Il rappelle que la hausse des taux courts anticipés depuis la fin de 2025 pourrait coûter 1,1 à 1,3 point de croissance cumulée sur 2026-2028, alors que la moitié des gains de productivité depuis 1999 provient de l'accumulation du capital, sensible à son coût. Or une banque centrale dont l'engagement anti-inflationniste est incontesté peut « regarder à travers » un choc d'offre énergétique sans que les anticipations ne dérapent. À l'inverse, celle dont l'indépendance est mise en doute doit au contraire surréagir à chaque choc pour prouver sa détermination. La crédibilité est ce qui permet d'éviter le surcroît de resserrement qui détruit la croissance potentielle.

Le quatrième canal est international : une monnaie dont la valeur est protégée attire l'épargne mondiale vers le financement de l'investissement européen. La causalité est donc circulaire : la croissance protège l'indépendance, et l'indépendance, en abaissant r et en allongeant l'horizon, soutient la croissance.

Cas concret · L'euro attire-t-il les capitaux étrangers ?

Les émissions internationales de dette en euros ont atteint en 2025 leur plus haut niveau depuis la création de la monnaie unique, et les entrées de capitaux étrangers en portefeuille ont approché leurs records, à l'heure où les investisseurs cherchent à se diversifier hors des actifs américains. L'UE et la zone euro ont besoin de cette épargne mondiale, dont une partie est justement celle des résidents de la zone.

3. Une condition nécessaire mais insuffisante : instituer la croissance

Ce cercle vertueux ne s'enclenche pourtant pas de lui-même. La première décennie de l'euro l'a montré : la stabilité monétaire et la baisse des taux ont produit une croissance de crédit et de rattrapage, souvent mal allouée avec une bulle immobilière espagnole, une consommation financée par l'endettement dans la périphérie, et non la croissance de productivité que l'on en attendait. Nous savons que si la monnaie est active à court terme et donc précieuse pour sortir des crises, elle se neutralise à long terme : elle crée les conditions de l'investissement, non l'investissement lui-même. Draghi le reconnaît sans détour : « **le principal moteur de la croissance à long terme, à savoir le développement et la diffusion des nouvelles technologies, échappe à l'influence de toute banque centrale** ».

Le défaut est d'abord institutionnel. Maastricht a construit une **asymétrie** : la discipline budgétaire est encadrée par des règles chiffrées et des procédures de sanction, tandis que la croissance a été traitée comme un acquis, confiée à des politiques structurelles nationales coordonnées par de simples recommandations. L'Europe a constitutionnalisé la monnaie ; elle n'a pas institué la croissance économique. Le résultat est connu : depuis 2019, la productivité horaire progresse de 0,3 % par an dans la zone euro, contre 1,8 % aux États-Unis.

Le discours de Draghi esquisse les éléments d'un cadre plus vertueux, dont le principe commun est **l'échelle**. Faute d'un marché réellement intégré, les entreprises européennes restent à la taille de leur pays d'origine, quand leurs concurrentes américaines grandissent à l'échelle d'un continent. Quel écart cela a-t-il creusé ?

Cas concret · Pourquoi les entreprises européennes restent-elles petites ?

Les entreprises européennes « croissent encore au rythme de leur économie d'origine » : une hausse de 1 % du PIB national se traduit par une hausse de 0,8 % de leur chiffre d'affaires, alors que celui des entreprises américaines est sans rapport avec la taille de leur État d'origine. L'écart de valorisation boursière entre entreprises cotées américaines et européennes est passé de 3 000 à 34 000 milliards de dollars entre 2008 et 2023.

D'où trois chantiers :

- **Achever le marché unique**, notamment celui des services, objectif affiché depuis 1985 ;
- **Réaliser l'union des marchés de capitaux**, pour qu'une épargne européenne abondante s'investisse en Europe ;
- **Financer en commun les biens publics européens**, dont les capacités de calcul pour l'IA sont l'exemple le plus clair.

Aucun de ces chantiers n'est nouveau : c'est la lenteur de leur avancée qui pose problème. Où en est l'Europe sur chacun d'eux ?

Cas concret · Marché unique, capitaux, IA : pourquoi l'Europe piétine-t-elle ?

Le marché unique. Ses barrières internes n'ont pas reculé plus vite que celles qui frappent les entreprises extérieures à l'Union.

Les marchés de capitaux. Le rendement du capital des grandes entreprises européennes est inférieur d'un cinquième à celui de leurs concurrentes américaines.

Les biens publics. L'Union accueille moins de 5 % des capacités de calcul pour l'IA ; en porter la part à 15 % d'ici 2030 exigerait 1 300 milliards d'euros d'investissement, dont une part publique d'environ 100 milliards, à peine 5 % du prochain cadre financier pluriannuel.

On peut prolonger l'argument au-delà de ce que dit le discours. Si la croissance doit devenir, comme le demande Draghi, « un objectif de l'Union » dont les législateurs nationaux et européens assument pleinement la responsabilité, elle appelle des instruments aussi contraignants que ceux qui encadrent les déficits : une gouvernance de la croissance symétrique de la procédure de déficit excessif, et une capacité budgétaire commune. Pourquoi une monnaie unique appelle-t-elle aussi un budget commun ?

Éclairage théorique · Pourquoi une monnaie commune appelle-t-elle un budget commun ?

Le principe. Dans une union monétaire, un pays frappé par un choc ne peut plus baisser ses taux ni dévaluer. Robert Mundell l'a montré en 1961 avec la théorie des zones monétaires optimales : il faut alors d'autres amortisseurs, la mobilité des travailleurs ou des transferts budgétaires. Aux États-Unis, le budget fédéral amortit une partie des chocs subis par un État ; dans la zone euro, cet amortisseur n'existe presque pas.

La preuve par *NextGenerationEU*. Le plan de relance européen a montré qu'un endettement commun était faisable, et le rapport Draghi de 2024 appelait une capacité commune face à un besoin d'investissement supplémentaire de 750 à 800 milliards d'euros par an.

Au total, sans budget commun, c'est la banque centrale qui finit par servir d'amortisseur, ce que la condition de Brunner invite précisément à éviter.

Tant que la zone euro associera une politique monétaire fédérale à 21 politiques budgétaires nationales, sans contrepartie budgétaire européenne, la BCE restera structurellement exposée à redevenir le stabilisateur de dernier ressort, précisément ce que la condition de Brunner invite à éviter. Et donc tant que cette asymétrie perdurera, nous nous appauvrirons...

4. La souveraineté économique, articulation des trois conditions

Ces trois propositions ne sont pas juxtaposées : elles forment système, et c'est leur articulation qui définit la souveraineté économique. Être souverain, pour une économie ouverte, ne signifie pas s'affranchir des contraintes extérieures, mais conserver la maîtrise de sa trajectoire macroéconomique. Or l'Europe se trouve aujourd'hui dans une situation de **double dépendance** : elle importe son r de Washington et des centres de données de l'IA, et elle ne produit pas le g qui lui permettrait de l'absorber.

Nous l'avons dit : la croissance économique protège l'indépendance de la banque centrale (1) ; une banque centrale indépendante abaisse le coût du capital et stabilise l'horizon de l'investissement (2) ; un cadre institutionnel européen transforme ces conditions favorables en croissance effective (3). Que l'un des maillons manque, et la chaîne se rompt. Sans cadre institutionnel, le cercle ne s'enclenche pas, et la BCE redevient l'instrument de sortie des crises. Sans indépendance, une politique de croissance financée

par l'endettement glisse vers la dominance budgétaire et l'inflation. Sans croissance, l'indépendance devient une fiction juridique que les marchés finiront par mettre à l'épreuve.

C'est en ce sens que la stabilité monétaire doit être pensée non comme une fin en soi, mais comme un moyen : **une infrastructure de la souveraineté européenne**, au même titre que le marché unique ou une capacité d'investissement commune.

Conclusion : l'indépendance n'est pas la technocratie

Défendre l'indépendance de la BCE ne revient pas à défendre une institution technocratique soustraite au contrôle politique. L'indépendance signifie que la politique monétaire ne doit pas succomber aux influences de court terme ni aux effets d'alternance des gouvernements dans les États membres ; elle ne signifie pas l'absence de comptes à rendre, elle n'implique pas une « irresponsabilité politique ». La BCE est aujourd'hui la seule institution véritablement fédérale de l'Union : son Conseil des gouverneurs décide pour la zone euro tout entière, et non comme une addition de représentants nationaux. Cette hauteur de vue doit être préservée. Elle peut aussi être mieux légitimée.

Éclairage juridique · Que dit le traité sur le rôle de la BCE ?

Le traité lui-même y invite. L'article 127 du TFUE fait de la stabilité des prix l'objectif principal du Système européen de banques centrales, mais ajoute que, « sans préjudice » de cet objectif, celui-ci « apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union », en vue de contribuer aux objectifs de l'article 3 du TUE, parmi lesquels une « croissance économique équilibrée » et le « plein emploi ». Le droit européen inscrit ainsi la stabilité monétaire dans une hiérarchie de fins : elle est première, elle n'est pas unique. Paul Tucker, ancien sous-gouverneur de la Banque d'Angleterre, a montré qu'une autorité non élue n'est légitime que si son mandat est clair, ses arbitrages explicités et sa responsabilité devant les représentants élus effective. Tant que la BCE se bornait à viser une cible d'inflation, la légitimité par les résultats pouvait suffire ; dès lors qu'elle est conduite à arbitrer entre stabilité des prix et soutien à la croissance économique, elle a besoin d'une légitimité démocratique plus robuste.

Plusieurs pistes restent à explorer. Le dialogue monétaire, par lequel la BCE rend compte quatre fois par an devant la commission des affaires économiques et monétaires du Parlement européen, pourrait être enrichi d'une évaluation formelle de la manière dont la banque centrale remplit son objectif secondaire. Le Parlement, aujourd'hui simplement consulté sur la nomination des membres du directoire (article 283 du TFUE), pourrait disposer d'un véritable pouvoir d'approbation. Les revues de stratégie de la BCE pourraient donner lieu à un débat et à une résolution parlementaires. Aucune de ces évolutions ne remettrait en cause l'interdiction de recevoir des instructions : **rendre des comptes n'est pas recevoir des ordres.**

Draghi conclut dans son discours que « croissance et indépendance se renforcent mutuellement ». On peut ajouter que la légitimité démocratique les consolide l'une et l'autre. Une banque centrale indépendante, adossée à une Europe capable de produire sa propre croissance et responsable devant un Parlement européen renforcé, ne serait plus seulement la gardienne d'une monnaie stable : elle deviendrait l'un des piliers d'une souveraineté européenne enfin assumée. En fait, ce dont nous avons besoin, c'est d'une BCE indépendante, responsable et qui ne porte pas sur ses seules épaules la responsabilité du projet politique collectif de notre richesse actuelle et future. Rien de moins, rien de plus.

Références et sources des données

1. Draghi, M. (2026), « L'Europe ne peut plus vivre sans croissance », conférence Karl Brunner, ETH Zurich, traduction française, *Le Grand Continent*, 1er octobre 2026. Sauf mention contraire, les données citées proviennent de ce discours et de ses notes (BCE, Commission européenne, FMI, AMECO). [Consulter](#)
2. Brunner, K. (1986), « Deficits, Interest Rates, and Monetary Policy », *Cato Journal*, 5(3). [Consulter](#)
3. Sargent, T. et Wallace, N. (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5(3). [Consulter](#)
4. Kydland, F. et Prescott, E. (1977), « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, 85(3). [Consulter](#)
5. Blanchard, O. et Leigh, D. (2013), « Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers », *American Economic Review*, 103(3). [Consulter](#)
6. El-Erian, M. (2016), *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, Random House. [Consulter](#)
7. Cour constitutionnelle fédérale allemande (2020), arrêt PSPP du 5 mai 2020, communiqué n° 32/2020. [Consulter](#)
8. Tucker, P. (2018), *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*, Princeton University Press. [Consulter](#)
9. Draghi, M. (2024), *The Future of European Competitiveness*, rapport à la Commission européenne, septembre 2024. [Consulter](#)
10. Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, articles 123, 127, 130 et 283. [Consulter](#)