

# LES DIX ANNÉES À VENIR : COMMUNICATION, GOUVERNANCE, PIÈGES ET AMBITIONS

NIGEL WICKS \*

Ceux d'entre nous qui ont des enfants apprennent parfois à leurs dépens que l'éducation des adolescents est plus difficile que celle des dix premières années de la vie (bien que je m'empresse d'ajouter que si l'un de mes trois fils devait d'aventure lire cet article, je les absous de ladite accusation). En sera-t-il ainsi pour l'euro au cours de sa deuxième décennie ?

175

Si l'on se penche sur sa première décennie, le volet monétaire (M), par opposition au volet économique (E), de l'Union économique et monétaire (UEM) doit être considéré comme un franc succès. L'euro est maintenant une devise crédible, soutenue par un dispositif efficace de mise en œuvre de la politique monétaire ainsi que par des structures institutionnelles solides et fonctionnelles. La charte fondatrice de l'euro, présentée dans un protocole annexé au traité de Maastricht, a résisté à toutes les tensions et les pressions de ces dix dernières années. Sans l'assurance de la stabilité monétaire que l'euro garantit, le marché unique se serait disloqué du fait que les marchés financiers auraient contraint les devises nationales à se réévaluer brutalement et qu'ils auraient ainsi inévitablement poussé les gouvernements à adopter des mesures protectionnistes. L'euro inaugure donc la deuxième décennie de son existence, fort d'un bilan bien équilibré entre crédibilité et réussite.

---

\* Président, Euroclear SA/NV.

Cet article reflète les vues personnelles de l'auteur et ne doit pas être considéré comme l'expression d'une organisation à laquelle l'auteur serait lié.

De quelle manière cet équilibre bancaire sain sera-t-il utilisé au cours de la prochaine décennie ? Cela dépendra, dans une large mesure, de deux facteurs. Le premier facteur sera lié aux évolutions de l'environnement extérieur au sein duquel l'euro existe - évolutions de l'économie mondiale et des économies de ses États membres, comportement des autres devises, changements politiques, et ainsi de suite. Certaines évolutions peuvent être anticipées, mais un grand nombre d'entre elles ne peut pas l'être. Si les dix années passées peuvent servir d'indication, les événements à venir vont soumettre l'euro à des turbulences extrêmement fortes. Il serait vain de perdre du temps à spéculer sur ces événements. Il y a dix ans, même le visionnaire le plus imaginatif aurait été bien en peine d'évaluer les forces qui se sont abattues sur l'euro lors de la tempête financière de ces deux dernières années. Le deuxième facteur, dont dépendra le sort de l'euro au cours de la décennie à venir, sera lié à l'évolution du rôle et du comportement de la Banque centrale européenne (BCE) - à la manière dont la BCE va se prémunir contre les événements extérieurs imprévisibles, au fait de savoir si elle va prendre de nouvelles responsabilités, et, par-dessus tout, à la qualité du Conseil des gouverneurs et en particulier du Directoire. Car, pour que l'euro réussisse dans la décennie à venir, il est nécessaire, quoique insuffisant, que la BCE réussisse, elle aussi, dans cette décennie.

176

Pour les années à venir, la tâche prioritaire de la BCE consistera à mettre de l'ordre dans la dimension monétaire des turbulences qui affectent à l'heure actuelle les marchés financiers, tout en maintenant la stabilité des prix. À cet égard aussi, ce sont les « imprévus imprévisibles » qui joueront un rôle déterminant. Certaines questions sont déjà clarifiées. L'atteinte de l'objectif de bonne gestion de l'euro confié à la BCE sera rendue plus ardue si l'efficacité de ses instruments de politique monétaire est émoussée. Les mesures gouvernementales prises durant la crise avec les meilleures intentions possibles, telles les garanties d'État effectives sur les dépôts interbancaires, peuvent altérer l'efficacité de la conduite de la politique monétaire. La fragmentation du marché unique des services financiers pourrait avoir le même effet. Les appels insistants des autorités de surveillance prudentielle aux groupes pour qu'ils opèrent à travers des filiales entièrement capitalisées, de préférence des succursales, pourraient affaiblir la diffusion, au sein de la zone euro, des signaux liés à la politique monétaire. Plus généralement, les mesures gouvernementales destinées à soutenir ou à protéger par des mesures protectrices les secteurs perçus comme stratégiques au niveau national peuvent entraver le processus d'intégration d'ensemble au niveau de l'Europe et ainsi réduire l'efficacité de la politique monétaire.

Cependant, le plus grand défi posé à l'euro pour la décennie à venir pourrait bien provenir des actions, ou plutôt de l'inaction, qui ne relèvent que de façon marginale de la politique monétaire. Une opinion publique qui serait déçue et amère au sein de la zone euro pourrait considérer l'euro et son défenseur - tout au moins perçu comme tel -, la BCE, comme deux boucs émissaires opportuns, si l'économie de la zone euro devait entrer dans une période de faible croissance, par comparaison à d'autres régions similaires du monde développé, en particulier si les revenus des ménages sont érodés par une décennie d'impôts élevés destinés à rembourser la dette publique accumulée lors de la récession actuelle. Il serait par trop aisé que les gouvernements de la zone euro reprochent à la BCE la faible croissance de l'euro. Le remède à ce malaise d'une faible croissance ne se trouve cependant pas dans la politique monétaire de l'euro : il est du ressort des politiques gouvernementales, les seules qui soient à même d'améliorer l'efficacité de l'économie de la zone euro, telles qu'elles ont été déclinées dans la stratégie de Lisbonne. La mise en œuvre de cette stratégie n'a produit que des résultats décevants au cours de la première décennie de l'euro. Il faut une bonne dose d'optimisme pour pouvoir envisager une amélioration des résultats au cours de la seconde décennie, au sein d'une Europe où le marché unique est déjà soumis à de fortes tensions.

177

La meilleure façon pour la BCE de se préparer aux défis que posent les nombreux « imprévus imprévisibles » est de continuer à conforter sa crédibilité sur les marchés financiers - et, en particulier, de susciter un sentiment de confiance et de prévisibilité dans l'esprit des marchés quant aux réponses futures probables de la BCE à ces défis imprévisibles. C'est pour cette raison que la stratégie de communication de la BCE va continuer à être extrêmement importante. La mise en œuvre de cette stratégie n'a jamais été facile pour une institution où les gouverneurs des banques centrales nationales, au titre de leurs responsabilités nationales légitimes, doivent régulièrement communiquer en différentes langues et pour divers auditoires nationaux. On raconte, ce qui n'est peut-être d'ailleurs qu'une anecdote apocryphe, qu'un gouverneur d'une banque centrale nationale avait traduit, pour son discours, dans sa propre langue et tout à fait correctement, une décision de politique énoncée en anglais par le président de la BCE alors en fonction. Son discours était passé relativement inaperçu jusqu'à ce qu'un journaliste téléspectateur de son pays le retraduisse en anglais, mais de façon quelque peu trompeuse, avant de le diffuser dans le monde entier. Il provoqua des perturbations sur tous les marchés.

Ce que le président actuel de la BCE aime à intituler « discipline verbale » est essentiel à la réussite d'une stratégie de communication.

Cette discipline dépendra, dans une large mesure, de l'autorité personnelle et du respect émanant des présidents de la BCE. Cette dernière a eu la chance d'avoir, avec Wim Duisenberg et Jean-Claude Trichet pour ses deux premiers présidents et avec Alexandre Lamfalussy pour la présidence de l'Institut monétaire européen, précurseur de la BCE, des gouverneurs qui ont su, chacun à leur manière, imposer cette autorité personnelle et ce respect. Alexandre Lamfalussy a apporté la rigueur intellectuelle indispensable à la construction des statuts fondateurs de la BCE ; Wim Duisenberg a bâti une défense solide autour de l'indépendance de la BCE lors de ses premières années d'existence ; et Jean-Claude Trichet a réussi à faire naviguer de façon magistrale la BCE à travers les eaux troubles du cyclone financier actuel. La tâche de son successeur sera plus ardue du fait que le degré de collégialité du Conseil général diminuera inévitablement au départ des pionniers qui ont participé aux débuts stimulants de l'euro. Cependant, il existe en réserve des successeurs potentiels qui sont tout à fait capables de poursuivre l'œuvre entreprise avec succès. Ces successeurs devront néanmoins être choisis à l'issue d'une procédure politique engageant le Conseil européen qui statue à la majorité qualifiée. Il faut porter au crédit du Conseil européen que les hommes et les femmes qui ont été jusqu'ici choisis pour siéger au sein du Directoire de la BCE ont toujours été, comme le requiert le traité, « des personnes dont l'autorité et l'expérience professionnelle dans le domaine monétaire ou bancaire sont reconnues ». Il est crucial que cette tradition désormais établie perdure. Si ce n'est pas le cas, la crédibilité de la BCE sur les marchés financiers sera sérieusement entamée.

Cette crédibilité repose également sur la capacité d'indépendance de la BCE : indépendance du Conseil des gouverneurs dans la fixation de son objectif relatif au niveau des prix, indépendance dans le choix et la mise en œuvre des instruments de politique monétaire qu'il juge nécessaires à la réalisation de cet objectif, indépendance dans le recrutement des personnes et enfin indépendance pour son propre financement, sans obligation d'autorisation extérieure. Pour le moment, cette indépendance semble bien arrimée. Cependant, elle ne peut pas être tenue pour acquise. Dix ans après l'établissement de la BCE, il arrive encore que certains cercles influents émettent des avis qui peuvent être interprétés comme autant de tentatives menées pour modifier les décisions de taux d'intérêt prises par la BCE. Ces tentatives ont fort heureusement rebondi sur le toit de la tour de la BCE pour s'évanouir dans les airs. Cela restera probablement de mise tant que les autorités allemandes, et en particulier la Bundesbank, maintiendront, pour des raisons historiques bien connues, leur attachement admirable et inébranlable en faveur de l'indépendance de la banque centrale.

Il n'y a aucune raison immédiate de supposer que l'attitude des autorités allemandes changera. Il existe cependant l'éventualité que la défense allemande traditionnelle en faveur de l'indépendance de la BCE soit mise à l'épreuve. Cela est directement lié au taux de change de l'euro. Le traité fondateur de Maastricht, qui ne manque pas de clarté sur les autres points, est probablement délibérément sibyllin et ambigu quant au partage des responsabilités entre le Conseil et la BCE en matière de politique de taux de change, bien qu'il ne fasse aucun doute que chacun des deux protagonistes considère leur rôle comme étant clairement établi et, en définitive, prépondérant. Il aurait été imprudent de spécifier dans le traité les rôles précis des acteurs politiques et monétaires dans la formulation de la politique relative au taux de change. Les taux de change constituent clairement un enjeu dans l'élaboration de la politique monétaire, elle-même étant du ressort de la BCE. Mais les taux de change présentent un intérêt tout aussi important pour les gouvernements, et ce, pour des raisons liées à leurs relations commerciales internationales et à la vitalité de certains secteurs économiques. La situation va largement dépendre des circonstances particulières de certaines situations. Jusqu'à présent, les tensions propres à l'ambiguïté des responsabilités en matière de change n'ont pas posé de grandes difficultés entre le Conseil et la BCE. Le Conseil, en règle générale, n'a jamais trouvé à redire au *leadership* de la BCE, peut-être au demeurant parce qu'il était lui-même dans l'impossibilité de parvenir à une position commune. Cette situation pourrait ne pas toujours prévaloir si, par exemple, le dollar américain venait à baisser fortement et si l'euro s'appréciait à un moment où l'économie allemande serait embourbée dans une grave récession du fait d'une chute de la demande mondiale envers ses produits d'exportation. Dans ces circonstances, il n'est pas extravagant d'imaginer un sérieux conflit avec le désir des décideurs politiques allemands qui souhaiteraient la dépréciation de l'euro, sans s'inquiéter des impératifs liés à l'orientation de la politique monétaire de la zone euro. Dans cette éventualité, il n'est pas certain que l'Allemagne continuerait à être un rempart pour l'indépendance de la BCE.

Ce n'est là qu'un exemple qui montre combien la poursuite du succès de l'euro dépend de la politique et de l'économie du plus grand État membre de la zone euro, l'Allemagne. C'est elle - qui fut, à certains égards, à l'origine, un membre équivoque de la zone euro - qui a fourni l'assise intellectuelle de la BCE et de la conduite de l'euro. Si le soutien allemand à l'euro et à l'indépendance de la BCE est sérieusement remis en question, la crédibilité de l'euro et sa réussite seront, elles aussi, compromises. Les remarques exprimées par la chancelière Angela Merkel, en juin 2009, sur le caractère non conventionnel des méthodes

monétaires utilisées par la BCE, constituent probablement les premières critiques formulées, quoique implicitement, par un chef de gouvernement allemand contre la BCE. Certains ont même interprété ses remarques comme une attaque à l'encontre de l'indépendance de la BCE. Son intention était peut-être tout le contraire. Il se peut qu'elle ait manifesté sa crainte d'un temps où la précédente expansion monétaire, induite par les méthodes monétaires non conventionnelles, aurait pu provoquer une vague inflationniste et conduire ainsi la BCE à augmenter les taux d'intérêt. Cela aurait pu apprécier la valeur de l'euro et fortement affaiblir l'économie allemande qui est particulièrement dépendante, parmi les économies majeures de l'Europe, des marchés d'exportation situés en dehors de la zone euro. Les conséquences politiques d'une telle situation pourraient s'avérer très délicates pour le gouvernement allemand, en particulier si le chômage devait sensiblement s'accroître, et elles pourraient soumettre à rude épreuve les politiques de stabilité financière qui ont si bien profité à l'Allemagne au cours des quelque soixante dernières années. Dans ces circonstances, le soutien allemand à l'indépendance de la BCE pourrait être sévèrement éprouvé. Cette éventualité serait catastrophique pour la zone euro. Il n'y a rien d'étonnant à ce qu'Angela Merkel ait formulé ces remarques. Il est vital que le soutien allemand à l'euro soit maintenu, même s'il n'est que parcimonieux.

180

Une autre éventualité catastrophique pour la zone euro serait celle où des États membres choisiraient de se retirer. Cela est toutefois improbable. Le coût financier du retrait d'un État membre de la zone, du fait de son incapacité à faire face aux rigueurs de la politique monétaire et budgétaire de la zone euro, éclipserait les pertes subies par les États membres du fait de la récente crise bancaire. Un État membre qui quitterait la zone euro parce qu'il trouverait sa politique monétaire et budgétaire par trop laxiste serait probablement soumis à une hausse sensible de son taux de change nominal, et peut-être réel, ainsi qu'à l'opprobre de toute la classe politique qui lui reprocherait le tort fait au marché unique et à l'Union européenne en général. Même si ces retraits de la zone euro restent improbables, il y aura inévitablement des tensions au sein de la zone. Ces tensions seront exacerbées si les États membres permettent à leurs coûts unitaires de diverger aussi fortement que lors de la première décennie d'existence de l'euro. Il y aura également des tensions si les niveaux de l'endettement public deviennent insoutenables au point d'aboutir éventuellement à un état de cessation de paiement, une situation qui poserait alors des problèmes tout à fait différents à un État membre quittant la zone euro. Cependant, une éventualité, bien plus probable que celle d'un défaut pur et simple, est celle dans laquelle un État membre avancerait, avec

difficulté, sous le poids d'une croissance économique grevant le fardeau de la dette et évitant de justesse la cessation.

Au cours de la prochaine décennie, la zone euro sera certainement rejointe par de nouveaux États membres qui s'ajouteront aux 16 États actuels, dans une proportion qui pourrait aller jusqu'à 50 % (un élargissement qui, très certainement, ne devrait pas concerner le Royaume-Uni). Certains des membres potentiels de la zone euro, comme le Danemark et la Suède, ont beaucoup de points communs avec les membres actuels et ils seront aisément intégrés. En revanche, les pays issus de l'ancien bloc d'Europe de l'Est poseront de nouveaux défis aux dirigeants de la zone euro. Dans l'ensemble, ils n'augmenteront que faiblement le PIB de la zone euro. Il est également probable que leur dette publique ne sera pas comparable à celle de certains des premiers États membres de l'euro. Néanmoins, dans l'hypothèse où leur entrée dans le régime de taux de change fixes de la zone euro interviendrait au début de la décennie, alors que leur productivité n'aurait pas comblé son retard vis-à-vis de celle qui a cours en général dans la zone euro, l'inflation pourrait grimper à un rythme élevé et bien embarrassant pour les nouveaux entrants. Comment cette situation affectera-t-elle les débats et les décisions du Conseil des gouverneurs ? Cela reste à voir.

Même les institutions les plus prudentes peuvent, elles aussi, développer des « ambitions impériales » - un désir ardent d'aller au-delà des limites du mandat fondateur - une fois qu'elles ont réussi leur mutation et qu'elles ont atteint une certaine maturité. Cela ne constitue pas nécessairement, et dans l'absolu, une erreur, mais cela pose inévitablement certains risques.

Au cours des dix premières années de son existence, la BCE s'est limitée à son mandat fondateur - la conduite d'une politique monétaire visant à atteindre la stabilité des prix. La seule initiative novatrice et marquante de la BCE a été de s'engager dans le projet intitulé TARGET2 Securities (T2S). La BCE a conçu ce projet T2S pour fournir une plateforme unique et transfrontalière de titres européens, ainsi qu'une procédure de règlement intégré, neutre et ultramoderne pour les titres. Quels que soient les mérites de ce T2S, il introduira la BCE au sein du monde des transactions commerciales où elle agira en coopération, et parfois en concurrence, avec les prestataires du secteur privé. Il est important que la BCE parvienne à mettre en œuvre et à mener à bien ce projet très ambitieux et très complexe, si elle veut conserver sa crédibilité intacte.

Le projet T2S est bien modeste comparé à une initiative que certains souhaiteraient voir adoptée par la BCE - la surveillance prudentielle des banques. Jusqu'à présent, la BCE a écarté l'offre flatteuse de ceux

qui, notamment dans ses propres rangs, ont recommandé avec insistance le fait qu'elle devrait s'engager dans cette voie. Même si la BCE a été tentée par cette idée, le traité prévoit une lourde procédure - le Conseil des ministres statuant à l'unanimité - avant que la BCE ne puisse être dotée de pouvoirs afférents. Il existe des arguments de poids parmi ceux qui sont opposés à toute initiative de cet ordre. L'argumentation contre le fait que la BCE pourrait jouer un rôle dans la surveillance microprudentielle des banques a été exposée, de façon très classique, par le groupe à haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union européenne (groupe de Larosière) qui a affirmé :

- que la BCE est essentiellement responsable de la stabilité monétaire. Lui ajouter des missions de surveillance microprudentielle risquerait d'empiéter sur son mandat fondamental ;

- qu'en cas de crise, l'autorité de surveillance serait amenée à entrer fréquemment en relation avec les bailleurs d'aides financières (en général, les ministères des Finances), en raison de la forte probabilité de devoir faire appel à l'argent des contribuables. Il pourrait en résulter des pressions politiques et des interférences de nature à compromettre l'indépendance de la BCE ;

- que confier un rôle de surveillance microprudentielle à la BCE serait extrêmement complexe car en cas de crise, la BCE devrait traiter avec une multiplicité de ministères des Finance et d'autorités de surveillance des États membres ;

- et que conférer des missions de surveillance microprudentielle à la BCE serait particulièrement difficile, compte tenu du fait qu'un certain nombre de membres de la BCE et du SEBC (système européen de banques centrales) n'ont pas de compétence en matière de surveillance.

Ces arguments de poids, qui émanent d'une autorité hautement influente, vont probablement conserver toute leur force au cours des dix années à venir. Et pourtant, le groupe de Larosière, dans l'un des autres paragraphes de son rapport, a semé un petit germe à partir duquel pourrait émerger un nouveau rôle important pour la BCE. Le groupe a estimé que la BCE est idéalement placée pour remplir la mission qui consiste à déterminer les risques macroprudentiels dont toutes les autorités de surveillance nationales devraient tenir compte. Le groupe a également affirmé que la BCE et le SEBC devraient donc être en mesure d'exiger des autorités de surveillance nationales toutes les informations requises pour assumer cette responsabilité. Le groupe a aussi recommandé qu'un rôle prépondérant soit attribué à la BCE/au SEBC et à son président, au sein du Conseil européen du risque systémique (European Systemic Risk Council). Ce qui va émerger précisément de ces idées au cours des dix années à venir n'est pas prévisible. Mais un président déterminé de la BCE pourrait, avec



le temps, modeler, pour son institution, un rôle influent qui, s'il n'est pas microprudentiel *de jure*, pourrait s'avérer être microprudentiel *de facto*. Cela est encore plus probable si les autorités de surveillance microprudentielles nationales ne sont pas capables de faire fonctionner, avec succès, les lourds dispositifs de surveillance microprudentielle recommandés dans une autre partie du rapport du groupe de Larosière.

Un autre domaine propice à l'ambition impériale que nourrissent certains *aficionados* de l'euro concerne le remplacement du dollar par l'euro en qualité d'actif de réserve internationale prédominant. Les bénéfices pour l'euro de cette substitution ne sont pas prouvés. Ils peuvent concerner quelques avantages en termes de seigneurage. Certains peuvent se réjouir que l'euro ait mis fin à l'hégémonie du dollar américain. D'autres peuvent l'envisager comme le signe éclatant que l'euro a atteint sa maturité. Certains gouvernements peuvent apprécier l'opportunité qui leur est offerte d'emprunter sur les marchés des changes internationaux dans leur devise nationale, l'euro, même si cette possibilité peut s'avérer être un avantage très incertain. Néanmoins, d'autres peuvent trouver que le rôle accru de l'euro, en qualité d'actif de réserve internationale, est une entrave à la capacité de la BCE à conduire une politique monétaire indépendante. Ils ont peur, par exemple, qu'une baisse significative de la valeur de l'euro ne provoque une avalanche de ventes d'euros et une chute précipitée de ce dernier. Ils ne devraient pas s'inquiéter. L'euro peut accroître sa part dans les réserves de change mondiales au cours de la prochaine décennie. Mais il faudrait plusieurs chocs économiques et financiers majeurs pour détrôner la prédominance du dollar, chocs qui causeraient, s'ils devaient survenir, un véritable chamboulement dans le système financier international. Ces *aficionados* de l'euro, qui rêvent de la suprématie mondiale de l'euro, devraient donc être prudents dans leurs aspirations, car la réalisation de cette suprématie peut s'avérer plus douloureuse que la récompense rêvée. En tout état de cause, les marchés des actifs de réserve internationale sont créés sur décision des marchés, et non pas par les banques centrales.

Pour revenir, enfin, à la question posée au début de cet article, à savoir « La deuxième décennie de l'euro sera-t-elle plus difficile que la première ? », la réponse est probablement positive, ne serait-ce qu'en raison de l'héritage économique désolant de la récession mondiale actuelle. Mais, comme avec les enfants, les difficultés, les soucis et les sacrifices apportés par leur deuxième décennie d'existence se révèlent généralement en valoir la peine. Qu'il puisse en être ainsi pour l'euro.

