

Question d'Europe

n°353

20 avril 2015

Quelle logique suit donc la Banque centrale européenne ?

Jean-Paul Betbèze

Nous le savons et le voyons : la Banque centrale européenne (BCE) « tient » l'euro, et l'euro « tient » la zone euro. Il s'agit de « tenir » cette zone pour la sortir de cette crise dite financière, qui est en réalité une mutation économique lente et pénible. Pour tenir ce rôle, la BCE assume une série de difficultés et d'héritages, bien plus complexes que ceux de la Réserve fédérale américaine (Fed) par exemple, dans une situation qui est également plus difficile. Elle y a donc quelque mérite.

Pour aller à grands traits, la monnaie unique, qui a été pensée comme un fantastique pari économique et financier, est en fait très politique. Réunir un ensemble de pays, par construction divers, pour leur donner une monnaie unique en fonction de seuls critères budgétaires et financiers (critères de Maastricht), après une période assez courte de préparation et de suivi, était prendre un grand risque. Ceci d'autant plus qu'il avait été explicitement annoncé que l'euro était irréversible, pour bien marquer l'engagement de tous. Autrement dit, sortir de l'euro est non seulement sortir de la zone euro mais, plus profondément, de la dynamique même de l'Europe, au risque de sortir de l'Histoire. L'euro, par-delà les étapes de la construction européenne, est une rupture qualitative. Elle crée un aller simple pour une destination exaltante sans doute, sans précédent bien sûr, assez peu définie dans ses modalités, si elle est claire dans son projet. Comme toutes les grandes aventures.

LA ZONE EURO : UNE ZONE MONÉTAIRE PAR ESSENCE POLITIQUE

Cette zone monétaire n'est pas « optimale » au sens des manuels, puisqu'elle est très politique. Faire d'abord que l'Europe ne se fasse plus la guerre, meilleur moyen pour disparaître, faire ensuite qu'elle réduise ses disparités internes pour peser davantage dans un monde qui se constitue par grands ensembles : voilà le choix stratégique des pères de l'Europe. Qui veut, sérieusement, aller contre ?

Ce choix explique que le politique, chaque fois, doit prendre ses responsabilités et régler les problèmes non résolus au début. Si nous avions en effet attendu que les conditions dites théoriques soient réunies, la zone euro ne serait pas encore née, pas plus d'ailleurs que les zones sterling (le Royaume-Uni) ou dollar (les Etats-Unis). Toutes les zones monétaires sont par essence politiques. C'est bien pourquoi l'Europe avance elle aussi par crises, notamment au sein de la zone euro, pour mener et compléter son projet, tout récent. Le prix à payer en est une série de tensions puis d'arrangements, avec leur surcoût, et une certaine lenteur de croissance, avec des risques politiques qui en découlent et leur prix en termes d'emploi. Mais ce prix doit être comparé au prix de l'émiettement et des tensions internes que nous aurions autrement, dans un monde en consolidation par grandes « plaques ». On peut toujours juger que la zone euro avance lentement, mais au moins elle avance.

La BCE opère dans un contexte « crisogène », parce qu'instable et politique. Au fond, c'est pour elle un bienfait. Elle s'y installe comme l'instance de régulation en dernier ressort. D'abord, les pays membres de la zone, de plus en plus nettement, se technicisent. Sous la pression des chocs et de la crise, ils mettent en place des systèmes de préparation, présentation et acceptation de leurs budgets nationaux établis sur une logique communautaire (semestre européen). Il s'agit désormais de voir comment les budgets nationaux s'harmonisent à partir d'hypothèses communes, comment chacun

entre dans une logique de réduction de ses propres déficits, afin de réduire ses déséquilibres structurels, puis comment tout ceci « boucle ». Dans tout cela, la BCE, en amont, veille non seulement sur les hypothèses chiffrées, puisque les siennes ne peuvent être oubliées dans les cadrages, mais aussi, plus profondément, en créant un cadre économique commun à l'ensemble des acteurs économiques et financiers, en commençant par les marchés financiers.

LA BCE EST CRÉDIBLE OU N'EST PAS

La crédibilité de la BCE vient plus encore des marchés financiers, qu'il n'est pas possible de soupçonner de bienveillance, que des règles et des lois – même si elles sont le socle de la Banque. Ceci n'est pas une mince réussite. Bien sûr, la BCE tient sa force de la loi. Elle est indépendante des décideurs politiques et *rule based*, autrement dit hors des influences partisans. Ce socle est son point de départ, d'où ses références permanentes aux textes et plus encore à son mandat, qui fonde à la fois sa légitimité et sa responsabilité. N'oublions pas, pour comprendre ce point et les enjeux, qu'elle est citée en justice devant la Cour constitutionnelle allemande par la Bundesbank (!), en plus d'autres parties privées allemandes. Elles contestent ses interventions de soutien aux Etats en difficulté. La Cour de Karlsruhe s'en est remise à la Cour de justice européenne (CJUE) qui a écouté le Procureur général – qui soutient la BCE et délibère. Mais au-delà des textes et de leur respect, la légitimité effective de la BCE est décisive. Elle dépend des résultats obtenus en fonction des objectifs assignés, ceci en tenant compte des difficultés à surmonter.

L'objectif des objectifs de la BCE est la stabilité, autrement dit d'éviter les crises, de réduire leurs effets si elles arrivent et de stabiliser, en régime permanent, la marche de l'économie. Pour ce faire, la BCE a un objectif affiché qui est la stabilité à moyen terme des prix. C'est la stabilité monétaire : près et au-dessous de 2% à moyen terme. Cet objectif lui vient en droite ligne de la Bundesbank, avec la « culture de stabilité » qu'elle comporte.

Cet objectif de stabilité des prix est plus complexe et profond qu'il n'y paraît. Il s'agit, par des messages

d'abord, par des actes ensuite, de donner aux acteurs économiques un horizon crédible sur les prix à moyen terme, à 2 ans. Cette gestion des anticipations peut aller même jusqu'à 5 ans pour mieux baliser le terrain. Elle se mesure par des enquêtes et par les taux d'intérêt sur divers produits financiers. Ainsi, quand on donne aux entrepreneurs et aux salariés un horizon de prix crédible, on leur donne en même temps un horizon de prix moyens pour leurs propres produits, donc un horizon de salaires, donc de marges. Le canal des anticipations de la BCE, à partir des prix, consiste à voir et savoir si, en dernière analyse, les entreprises s'engagent dans une politique où les salaires restent en deçà de la productivité, donc si les marges vont être conservées et, avec elles, l'investissement, la compétitivité et l'emploi à moyen terme. En fait et sans le dire, quand la BCE parle des prix à moyen terme et de son mandat qui consiste à les stabiliser, elle parle implicitement des profits et de l'investissement, autrement dit de la croissance et de l'emploi à moyen terme et des grands équilibres de la zone euro. On comprend donc l'interdépendance entre la base légale de la BCE et la manière dont elle satisfait sa mission aux yeux du marché et du public, qui ne sont pas aussi différents qu'on le dit. Car le public, fondamentalement, veut de la stabilité.

STABILITÉ MONÉTAIRE ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Avec le temps et la crise, la BCE a vu un autre objectif prendre une importance croissante à côté de la stabilité monétaire (les prix), celui de la stabilité financière. Il s'agit alors de donner à la BCE une responsabilité sur la qualité du système bancaire et financier pour résister aux chocs et continuer à financer l'économie. Avant cela, elle « était en charge » de la stabilité monétaire et « contribuait à » la stabilité financière. Désormais elle a deux fers au feu, quasi à égalité. Cette extension de ses objectifs, de ses responsabilités en fait, ne s'est pas faite sans problème.

Au début, la BCE n'était pas désireuse de ces responsabilités accrues en matière de stabilité financière. Elle craignait de voir réduire son indépendance et surtout de se trouver en conflits d'objectifs. Dans un cas où, par exemple, il lui faudrait monter ses taux et ralentir

l'économie pour lutter contre l'inflation, ceci pourrait fragiliser une ou plusieurs banques, au risque de réduire la stabilité financière.

En réalité, les choses sont claires : la stabilité des prix prime, avec désormais les moyens monétaires et bancaires qui vont avec. Il ne s'agit pas d'une position théorique. La BCE a la main sur la qualité des banques, suite au vote par le Parlement européen et, en un temps record, de l'Union bancaire. C'est bien à Francfort/Main que sont directement suivies les grandes banques de la zone euro, avec autorité pour dépêcher des enquêtes sur les plus petites. Elles sont suivies localement, mais sous l'autorité du centre. Le tout s'est mis en place après une revue de détail des comptes de toutes les banques œuvrant dans la zone, après des *stress tests* (qui vont être réguliers) et des *living wills* (testaments) où chaque banque doit écrire ce qu'elle s'apprête à faire en cas de choc sévère (cessions d'activités, fermeture, etc.). A toutes ces étapes, le bras armé en charge de la stabilité financière, le Mécanisme unique de supervision, établi à Francfort/Main dans l'ancienne tour de la BCE, fonctionne avec le bras en charge de la stabilité monétaire, la BCE – et de fait sous son autorité.

CINQ VÉRITÉS À SE DIRE

La première est que la monnaie unique conduit, dans la zone euro, à une politique économique qui n'a pas été suffisamment annoncée et préparée : la lutte contre l'inflation et la recherche de la compétitivité, avec ses conséquences. Passer à une monnaie unique implique de ne plus pouvoir dévaluer les monnaies nationales, pour la bonne raison qu'elles ont disparu. La bonne stratégie est alors de suivre, dans chaque Etat membre de la zone, des règles macroéconomiques (budgétaires) et microéconomiques (d'entreprises) qui soutiennent la compétitivité. Ceci réduit en fait le risque de chacun et le rapproche du « meilleur élève de la classe », en l'espèce l'Allemagne. Le marqueur le plus net de cette « bonne stratégie » est d'être peu ou pas inflationniste, en tout cas moins que les autres, et sûrement moins que ses principaux concurrents commerciaux.

La deuxième vérité, malheureusement, est que la mauvaise stratégie ne se paye ni tout de suite, ni

directement. La perte de compétitivité par les prix se paye en effet à l'export, par des déficits extérieurs en hausse. Mais ils n'affaiblissent pas immédiatement la devise nationale qui a disparu. Ils se voient plus tard en termes de perte d'emplois, donc de moindre activité, donc de moindres ressources budgétaires. La perte de compétitivité interne ne se sanctionne plus directement sur les changes mais indirectement et plus tard par le chômage, le déficit budgétaire, la montée de la dette publique et celle du *spread* de financement par rapport au « meilleur élève de la classe ». C'est plus lent, plus indirect et plus pervers.

La troisième vérité est que si l'erreur ne se paye pas tout de suite, elle pousse à en faire plus encore. Ces déficits extérieurs et budgétaires sans pleurs poussent en effet à aller plus loin. Les pays qui perdent en compétitivité vont en général tenter d'aller plus vite en croissance, non pas en se développant par leurs exportations, ce qu'ils peuvent faire de moins en moins, mais en attirant de plus en plus d'investisseurs immobiliers. Les bulles immobilières, notamment au sud, se retrouvent ainsi dans des pays en difficulté externe et qui veulent « rattraper » rapidement en croissance et en niveau de vie par rapport à la moyenne européenne. S'ouvrent ainsi les drames espagnol, portugais ou grec.

La quatrième vérité est que les lois économiques continuent de jouer au sein de la monnaie unique, quand bien même on demande à chaque pays de tenir au mieux ses propres comptes, autrement dit de réduire son déficit budgétaire. On peut toujours répéter que la monnaie unique fonctionnera sans soutien (*bail out*) d'un Etat défaillant par les autres, il n'empêche que les lois économiques de la concurrence jouent. Elles jouent même d'autant plus que l'espace économique s'est agrandi. Le risque de change a disparu et les *spreads* de taux entre Etats selon leurs qualités relatives de gestion sont, pendant tout le début de la monnaie unique, faibles ou nuls. La monnaie unique, par construction, conduit à des effets de polarisation vers les pays les plus efficaces, les plus compétitifs, les régions les mieux gérées et les plus innovantes. La monnaie unique creuse les écarts.

La cinquième vérité est que toute union monétaire implique une union de transfert. Pour compenser les

effets de polarisation que crée la monnaie, tous les pays ont en eux-mêmes des systèmes de transfert interne. Les grandes villes distribuent ainsi une part de leur richesse aux régions les moins avancées. Tout pays qui est par construction une monnaie unique est en même temps une union de transfert. La zone euro a voulu réduire cette logique en mettant en avant des politiques régionales censées diminuer les écarts les plus flagrants. Ce sont des programmes de grands travaux et de désenclavement pour diminuer les inégalités de situation avec un budget communautaire pour faire évoluer la zone d'un même pas. Mais les moyens de coordination et de compensation ont été sans cesse réduits, et la logique d'union de transfert toujours repoussée. Ceci a conduit nombre de pays en perte de compétitivité externe à poursuivre leur logique d'attraction, de fuite en avant, au risque de bulles qui éclatent. Au fond, les bulles immobilières sont l'envers des insuffisances de compétitivité « normales » et des politiques de surveillance et de soutien au niveau de la zone. Si on n'est pas « bon » à l'export, on construit plus de logements et de maisons en profitant des taux bas et d'une trop faible surveillance, par les Banques centrales nationales, des crédits bancaires. Jusqu'à ce que tout saute !

LA BCE AURA PLUS D'AUTORITÉ ENCORE DANS LE FUTUR

Nombre de ces dérives ne sont pas passées inaperçues, et pourtant, les écarts de situation ont fait monter les déséquilibres entre régions et, surtout, tendu les relations entre Etats. Les critères de Maastricht n'ont plus été respectés, conduisant à devoir sanctionner la France et l'Allemagne (2002). Ceci fut politiquement évité, au prix d'un affaiblissement général du système de contrôle et de sanctions. De là est venu un système de suivi budgétaire qui se veut plus contraignant, mais qui passe à l'acte plus facilement pour les « petits pays », Portugal ou Espagne par exemple, que pour les « grands », France par exemple.

La règle monétaire est plus puissante que la règle budgétaire et elle le devient de plus en plus. Le système budgétaire, même basé sur des règles, qui deviennent plus précises et plus contraignantes, et même si les menaces deviennent plus crédibles, est toujours plus

fragile et soumis à interprétations que celui, également basé sur des règles, de la Banque centrale. Il n'y a pas, en effet, de règle qui contraint à la stabilité de la dette, qui est un phénomène de long terme, difficilement observable à moyen terme. En revanche la contrainte anti-inflation est rapidement et aisément visible par les acteurs internes et, plus encore, par les marchés financiers. C'est le thème de la conférence de Benoît Coeuré le 2 février 2015 à Budapest (*Lamfalussy was right : independance and interdependance in a monetary union*). Le mandat de la BCE, légal à sa base, est d'autant plus respecté que toutes les alertes monétaires et financières se mettent à sonner, et qu'il marche.

RAISONS ET DIFFICULTÉS DU PASSAGE TARDIF AU QUANTITATIVE EASING

On peut toujours juger que c'est avec retard que la BCE s'est lancée dans un Quantitative Easing (QE), à sa manière, après les Etats-Unis, le Royaume-Uni et le Japon. Mais elle a attendu d'avoir plus de moyens techniques pour agir et, surtout, plus de légitimité. La zone euro reste récente et différenciée. Ceci a pesé dans la crise et pèse encore. Elle a laissé se développer des erreurs de gestion – déficits budgétaires, montée des salaires au-delà de la productivité, bulles et crises bancaires, quand bien même la stabilité des prix était obtenue au niveau de la zone! La montée en puissance de l'objectif de stabilité financière de la BCE va donc changer la donne pour le futur avec l'union bancaire, les recapitalisations des banques, les nouveaux ratios de liquidité et les *stress tests*. Au fond, la zone euro est dorénavant mieux équipée pour avancer et sortir de l'épreuve de la crise. Elle a renforcé sa dominance monétaire, les crises politiques ayant toutes été surmontées pour parvenir à ce résultat.

Mais il s'agit en l'espèce d'une *ultima ratio*, dans une logique bancaire et financière. En effet, pour pouvoir passer à l'achat de titres publics par la BCE, Mario Draghi, son président, a dû attendre que la reprise économique ne se manifeste pas et que l'inflation dérape à la baisse, la déflation devenant menaçante. Il lui est alors légitime d'agir par rapport à son mandat de stabilité des prix (inflation proche et inférieure à 2% à moyen terme) quand elle devient négative ! Le Procureur général de la CJUE a indiqué son appui à cette démarche. La BCE

agit donc tard par rapport à la Fed, en ayant désormais les raisons économiques et les outils juridiques pour le faire. La zone euro n'est pas sortie des difficultés pour autant. Elle se finance en général par crédit bancaire (pour 2/3), un ratio inverse aux Etats-Unis. La zone euro est bancaire, la zone dollar marchandisée : la première est intermédiée, autrement dit indirecte, la seconde directe. Pour aider à la reprise, avec des taux courts et, désormais, des taux longs bas en zone euro, il faut donc que les banques, désormais plus fortes, acceptent de prêter à des entrepreneurs qui veulent plus de crédits, tandis que les grandes et moyennes-grandes entreprises vont davantage vers les marchés. La reprise du crédit se met ainsi en branle dans la zone euro, lentement et en retard par rapport à celle des marchés.

CONCLUSION

Au total, la BCE a bien mérité de la zone euro dans cette crise, en renforçant sa panoplie et sa centralisation, donc son rôle fédéral. Par différence, elle montre ce qui reste à faire pour améliorer cette zone monétaire en renforçant sa croissance et en réduisant ses déficits budgétaires. Endosser une union de transfert implique en effet plus de croissance, donc plus de mobilité des facteurs, plus de souplesse et de réformes dans la vie des entreprises et les relations de travail, sauf à prendre des risques inconsidérés pour sa stabilité. Ceci implique une mobilité accrue des entreprises, donc une unification fiscale, en

allant vers une union des marchés financiers. Dans la crise se crée ainsi *a more perfect union*, avec des Etats qui devront devenir plus pragmatiques. La zone euro nous a changés, sans que nous l'ayons tous admis, et a fondamentalement modifié notre approche même de la souveraineté.

Rien de plus clair à ce sujet que ce discours de Mario Draghi le 9 octobre 2013 à la Harvard Kennedy School. Nous ne sommes plus avec « *les absolutistes tels que Jean Bodin, au XVIe siècle. Dans ce cas, la souveraineté est définie par rapport aux droits : le droit de déclarer la guerre et de négocier les conditions de paix, de lever des impôts, de frapper monnaie et de juger en dernier ressort. Il existe aussi une approche positive de la question. Ici, la souveraineté a trait à la capacité d'assurer en pratique les services essentiels que la population attend d'un gouvernement. Un souverain incapable d'accomplir efficacement son mandat n'aurait de souverain que le nom... (N)otre orientation est pragmatique, tournée vers l'efficacité politique et la fourniture des services que nos concitoyens attendent de leurs gouvernements. Nous tirons ensuite les conclusions politiques au moment où elles s'imposent* ». Ceci nous rappelle « les réalisations concrètes créant d'abord une solidarité de fait » [1].

Jean-Paul Betbèze

Président de Betbèze Conseil, président du Comité scientifique de la Fondation

1. Robert Schuman, déclaration du 9 mai 1950.

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur notre site :
www.robert-schuman.eu

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

LA FONDATION ROBERT SCHUMAN, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.