

OBSERVATIONS prononcées à la suite de la communication de M. Jean-Claude Trichet (*séance du lundi 24 mai 2004*)

Edouard Bonnefous : Monsieur le Gouverneur, je vous poserai deux questions, l'une à laquelle vous ne répondrez probablement pas et l'autre à laquelle, au contraire, il est facile de répondre.

Nous sommes placés dans une situation inattendue, les Etats-Unis poussant à la baisse de leur monnaie, alors que jusqu'à présent ils incarnaient la stabilité monétaire. Avez-vous l'intention d'infléchir vos taux d'intérêt selon l'évolution de la politique internationale voulue par un pays étranger ?

On croit que tous les pays d'Europe appartiennent à la BCE. Ce n'est pas vrai. Il y en a trois qui ne sont pas à la Banque Centrale Européenne. Est-ce que les nouveaux Etats-membres vont être automatiquement membres de la BCE ? Peuvent-ils le refuser ou l'ont-ils déjà accepté ?

*
* *

Thierry de Montbrial : Je me permettrai une remarque liminaire : on ne soulignera jamais assez le succès que représente l'euro, tant décrié avant sa création, succès dans lequel votre ténacité a joué un rôle majeur. Vous avez dit qu'il fallait « un peu d'art et beaucoup de science ». Ce que l'on sous-estime trop souvent par ignorance de la science économique, c'est que celle-ci est devenue une discipline sérieuse. Elle est indispensable, même si, comme vous l'avez souligné, il faut utiliser une batterie de modèles et non se contenter d'un seul.

Immédiatement après la mise en œuvre de l'euro, on s'est écrié que l'euro s'effondrait, qu'il était trop bas et qu'il était donc trop faible. Aujourd'hui, nous nous trouvons dans une situation inverse. Alors quel est le bon niveau de l'euro ? Ou, en d'autres termes, dans quel rapport avec le dollar américain l'euro doit-il se situer ?

Vous n'avez pas du tout évoqué le problème théorique de la "durabilité" de l'euro. Or je rappellerai que d'aussi éminents économistes américains que Martin Feldstein n'ont pas hésité à écrire que la mise en œuvre de l'euro conduirait à une guerre entre Européens. Il y avait derrière ces propos l'idée que l'Europe ne constituait pas une zone monétaire optimale. On est en droit de se demander si ça n'est pas encore le cas aujourd'hui car il demeure des différences structurelles considérables et en conséquence des difficultés tout aussi considérables à procéder à des réformes structurelles bien identifiées. Est-ce une préoccupation pour la BCE ?

Faut-il faire des progrès dans le sens d'une politique économique européenne, c'est-à-dire à travers un renforcement significatif de la coordination des politiques économiques, tant structurelles que conjoncturelles ? Et si oui, peut-on espérer que cela se fasse en un « temps fini », (pour reprendre une expression de mathématicien) et comment ?

*
* *

Pierre Tabatoni : Mon intervention porte sur les difficultés d'interprétation de la politique monétaire suivie par la BCE. L'opinion publique, économiquement informée, se pose en effet des questions sur les choix de la BCE. L'essentiel a bien été compris, à savoir que les statuts de la Banque vous donnent comme objectif principal de maintenir la stabilité de la monnaie à long terme, et que cela n'est réalisable que si règne une certaine discipline budgétaire qui ne relève pas de ses compétences. Mais il est souvent difficile de voir comment se concilient ces deux termes. Par exemple une interprétation de la politique de stabilité des taux d'intérêt, malgré la faible croissance européenne et, depuis 2003, la hausse de l'euro, est que cette rigueur monétaire serait la contrepartie des incertitudes budgétaires, et un moyen de pression sur les responsables des politiques budgétaires pour les contraindre à la discipline nécessaire au système monétaire européen. Une autre interprétation est que la Banque viserait à assurer une stabilité salariale à long terme. Il apparaîtrait ainsi difficile, de faire passer dans l'opinion publique la sagesse monétaire qui vous inspire. Voyez-vous un moyen d'y remédier ?

*
* *

Roland Drago : En commençant votre exposé, vous avez parlé de la réforme de la Banque de France et de la création du Conseil de la politique monétaire. Cette réforme fut une réforme considérable car elle correspondait à une doctrine préconisée par un grand nombre de spécialistes, en faveur d'une autonomie de la Banque centrale nationale. Comment peut-on alors expliquer que quelques années plus tard, l'autonomie toute neuve conférée à la Banque de France ait été diminuée du fait de la dépendance de celle-ci vis-à-vis de la BCE ? Qu'est devenue la Banque de France ? Est-ce une « tutelle » qu'exerce la BCE à son égard ? Que reste-t-il désormais comme attributions aux banques nationales ?

*
* *

Jacques de Larosière : Avant la création de l'euro, on a assisté à une convergence des politiques macro-économiques et, en particulier, des politiques budgétaires. Cette convergence a été motivée par le désir des pays-membres concernés d'entrer dans l'union monétaire. En revanche, depuis la création de l'euro, on a assisté, notamment en France et en Allemagne, à un relâchement des politiques budgétaires. La vérité est que le pacte de stabilité et de croissance n'a pas été vraiment appliqué puisque dans les années de forte conjoncture – entre 1998 et 2000 – nous n'avons pas engrangé les surplus fiscaux que nous eussions dû engranger, mais nous les avons au contraire dépensés. Aujourd'hui, dans la période de faible conjoncture que nous connaissons, l'application des règles de Maastricht, qui consiste à ne pas dépasser 3 % du PIB en déficit, devient très difficile.

Est-ce que ce relâchement postérieur à l'union monétaire n'a pas été en quelque sorte facilité par l'existence de la monnaie unique en ce sens que les sanctions de marché qui s'exerçaient jadis naturellement quand les pays avaient leur monnaie nationale sont aujourd'hui très atténuées ? A cela s'ajoute que certains pays, qui sont extérieurs à l'union monétaire, la Grande Bretagne par exemple, ont mieux géré leurs finances publiques et ont été plus proches, dans l'esprit, du pacte de stabilité et de croissance que les pays directement concernés.

*
* *

Bertrand Collomb : En nous retraçant le processus très réussi de la mise en place de l'euro, vous avez insisté sur la crédibilité et vous avez indiqué comme critère de succès non pas le taux de change, mais les taux d'intérêt à long terme. Les entreprises, particulièrement celles qui investissent beaucoup, ont été très sensibles à cette politique de stabilité.

Mais quelle est l'efficacité des moyens d'intervention du système monétaire européen pour faire de la régulation à court terme ? Vous avez indiqué qu'il y avait en Europe beaucoup d'incertitudes sur les données économiques. L'hétérogénéité des espaces économiques y est importante. Les politiques budgétaires s'éloignent plus ou moins des critères du pacte de stabilité et de croissance. En raison de ces éléments, peut-on considérer le choix par la BCE d'un horizon long comme le choix de la sagesse ou doit-on le considérer comme le résultat de la difficulté plus grande dans l'espace européen que dans d'autres zones de pratiquer de la régulation à court terme ?

*
* *

Yvon Gattaz : Permettez-moi de parler de la double crise de l'électronique européenne, directement liée à la monnaie. Dans les années 1999-2000, nous avons connu une forte – peut-être trop forte – croissance. En 2001 s'est produit un effondrement dans le domaine de la « *hi tec* », c'est-à-dire de l'électronique au sens large. La crise a été très grave puisque les entreprises concernées ont vu, en 2001-2002, leur chiffre d'affaires baisser de 25 à 50 %. Les plus fragiles ont dû déposer leur bilan. Or, les entreprises qui ont survécu sont aujourd'hui les plus exposées à la crise de la monnaie car elles exportent parfois 50 à 80 % de leur production dans la zone dollar, avec une parité extrêmement désavantageuse. Après la crise de volume, ces entreprises connaissent donc à présent la crise de la parité. L'euro apparaît trop fort par rapport au dollar. Quel pourrait être à vos yeux, à moyen terme, l'équilibre possible entre le dollar et l'euro ?

Ma deuxième question est d'ordre grammatical : « euro » prend-il un – ou plutôt, pour parler comme Vaugelas – une « s » au pluriel ?

*
* *

Gérald Antoine : Vous avez dit que la création de l'euro et les neuf conditions que vous y avez mises induisaient des transformations structurelles dans les Etats de la Communauté européenne. Ne pensez-vous pas qu'il faudrait ajouter à ces transformations structurelles une mutation éducative et culturelle, touchant pour commencer les sciences économiques ? – Je crois observer que le contenu et les méthodes de leur enseignement sont en discussion, les uns donnant la priorité à leurs aspects humains et sociaux, les autres à leurs composantes mathématiques. Vous-même avez déclaré tout à l'heure qu'il convenait d'unir « l'art et la science ». Notre confrère Pierre Tabatoni a signalé que le public saisisait mal et de manières diverses les incidences économiques de la création de l'euro. Bref, une meilleure formation économique, dès l'âge des études secondaires et, bien sûr, universitaires, s'impose. Puis-je vous demander comment vous concevriez les programmes de cette formation ?

*
* *

Alain Plantey : Avez-vous eu connaissance de manœuvres ou de réactions anti euro ?

Ma deuxième question porte sur le sort de la monnaie des pays qui, autrefois, étaient rattachés au franc.

*
* *

Jean Baechler : Dans quelle mesure la rigueur indispensable à la crédibilité de l'euro se traduit-elle aujourd'hui par une rigidité excessive dans la politique monétaire ?

Il apparaît que les économies européennes subissent, à l'heure actuelle, une stagnation relative, traduite par leur taux de croissance. Dans quelle mesure la rigueur exigée par la crédibilité de l'euro contribue-t-elle à cette stagnation relative ?

*
* *

Emmanuel Le Roy Ladurie : Quelles sont les zones statistiquement les moins connues en Europe ? Sont-elles géographiques ?

*
* *

Réponses : Je commencerai par les questions afférentes au change en rappelant que, depuis le début des années 1970, nous sommes, au niveau mondial, dans un système de changes flottants. Comme nous participions par ailleurs au mécanisme de change européen, nous avons peut-être eu le sentiment trompeur que les changes restaient fixes. Depuis l'explosion du système de Bretton-Woods, nous sommes dans un système de changes flottants. Je ne me hasarderai pas à faire des prédictions sur la parité euro-dollar. Je me contenterai de vous indiquer que mon sentiment est parfaitement résumé dans les derniers communiqués du G7. Il se trouve que les deux dernières réunions que nous avons eues se sont tenues respectivement en Floride et à Washington. Par deux fois les conclusions ont été les mêmes. Certains peuvent déplorer que les changes ne soient pas fixes, mais en l'absence de consensus mondial sur ce sujet, on ne peut que prendre acte de la situation actuelle.

A Edouard Bonnefous : Il est exact que trois membres de l'Union européenne « ancienne », à quinze, sont en dehors de la zone euro. Néanmoins les membres de la zone euro, lorsque nous étions 15, représentaient les 4/5 du PIB, les 4/5 de la population et les 4/5 du nombre de pays membres de l'Union européenne. On voit donc que la masse critique des membres de la zone euro est considérable. Les dix nouveaux arrivants sont dans la situation de la Suède : ils n'ont pas d'option de ne pas participer à la zone euro. Du reste, ils ont tous manifesté le désir d'y entrer. Nous sommes donc virtuellement 22 au sein de la zone euro. Cela dit, il n'existe pas encore de calendrier. Entrer dans la zone euro est en effet un processus complexe qui demande une convergence prouvée, dans l'intérêt même des nouveaux arrivants, mais aussi dans celui de la zone euro pour préserver la crédibilité acquise.

A Thierry de Montbrial : Le concept de zone monétaire optimal inventé par le prix Nobel américain Mandel est très important. Nous considérons à la BCE qu'au sein d'une entité comme l'Union européenne, l'aspiration à un marché unique – qui va bien au-delà d'un marché commun –

est en soi un des éléments fondamentaux de l'optimalité de la zone monétaire. Nous avons d'ailleurs le sentiment que sans monnaie unique on ne peut parler d'un marché unique achevé. Lorsque je suis aux Etats-Unis, je propose souvent à mes interlocuteurs d'imaginer une situation où la monnaie serait différente au Massachusetts, en Californie, en Floride et dans le Nord-Dakota. On comprend alors bien qu'il ne serait plus possible de parler d'un marché américain unique achevé.

Faut-il faire des progrès dans la coordination des politiques économiques ? Oui, à l'évidence. Nous pensons que ce que les Européens ont bâti est une union **économique et monétaire**. Le volet économique est très important. Il comprend les politiques de surveillance budgétaire déjà évoqués et permet de consolider le bâti de notre union.

A Pierre Tabatoni : Au moment de la ratification du traité de Maastricht et de la législation secondaire qui a décliné les éléments essentiels du traité, nous avons pris des engagements. Mais il est clair que nous assistons en ce moment à des réflexions sur ce qu'il conviendrait de faire. Je ne peux que citer la position du Conseil des gouverneurs de la BCE : quand s'est manifestée une différence d'opinion très substantielle entre la Commission et le Conseil, nous avons dit que nous partageons le sentiment de la Commission. C'était en novembre 2003. Nous pensions en effet que le Conseil avait pris une position qui n'était pas optimale. Nous avons en même temps pris note des engagements sur le plan budgétaire pris par deux pays importants de la zone, dont la France ; nous avons pris note également des engagements pris par la majorité du Conseil, qui a décidé que si les engagements n'étaient pas respectés, il y aurait poursuite de l'application du pacte de stabilité et de croissance. Tous ces engagements sont publics et bien connus.

Sur la question éventuelle du bâti juridique du pacte de stabilité et de croissance, notre position est la suivante : nous avons dit et observé avec satisfaction que personne ne demandait le changement du traité – dans lequel on retrouve le critère des 3 %. Nous avons dit également qu'il n'était pas opportun de modifier le texte même du pacte, c'est-à-dire de la « législation secondaire » en jargon européen. En revanche nous avons dit que nous partageons le sentiment qu'il y avait certainement matière à améliorer la mise en œuvre effective de cette législation secondaire, notamment sur les questions d'analyse structurelle, et pas seulement nominale, des positions budgétaires, et aussi sur les questions du suivi des politiques budgétaires sur tout le cycle économique. Le problème principal que nous avons est qu'en période de vaches grasses on n'est pas suffisamment attentif.

Pour l'ensemble des éléments listés comme étant susceptibles d'expliquer notre politique monétaire, je renverrai à ce que je disais sur notre volonté d'être aussi complets que possible. Chacun des éléments cités – politiques salariales, stabilité des politiques budgétaires, évolution des anticipations de toute nature... – est repris dans nos analyses sous une forme complètement synthétique. Nous ne sommes prisonniers ni d'un algorithme ni d'un système d'équations, et certainement pas de tel ou tel élément de politique économique. Donc, on ne peut dire : ils ont pris telle ou telle décision pour telle ou telle raison clairement identifiée. Nous ne pensons pas qu'il nous faille agir ainsi. Nous sommes responsables de la stabilité des prix, à court, moyen et long terme, et cette responsabilité est elle-même très complexe. L'essentiel pour nous est d'être crédibles sur une période suffisamment longue.

A Jean Baechler : Il est inexact de croire que la crédibilité nous conduit à la rigueur, laquelle aurait un coût à payer. Nous sommes crédibles pour que les anticipations inflationnistes soient basses. Si ces anticipations sont basses, elles sont incorporées dans les taux de marché à un bas niveau. C'est donc en étant crédibles que nous avons un environnement financier favorable à la

croissance et à la création d'emplois. L'aiguille aimantée de notre boussole, c'est la stabilité des prix. Si l'on croit, comme c'est le cas aujourd'hui, que nous sommes capables de maintenir le cap sur une longue durée, nous pouvons bénéficier de taux d'intérêt de marché qui sont objectivement exceptionnellement favorables. Si nous avions eu les taux de marché correspondant à la moyenne arithmétique pondérée des taux de marché que l'on observait deux ans et demi avant la création de la zone euro, tous les taux d'intérêt en Europe seraient à 250 points de base, 2,5 % au-dessus de tous les taux que nous connaissons actuellement. Cela simplement par effet d'agrégation des différentes monnaies composantes. L'idée selon laquelle l'environnement financier favorable à la croissance et à l'emploi repose sur notre crédibilité est une idée forte que l'on peut arithmétiquement justifier.

A Roland Drago : La BCE, la Banque de France et les autres banques centrales forment, **ensemble**, l'équipe monétaire d'Europe. Les gouverneurs des banques centrales nationales sont au Conseil des gouverneurs de la BCE. Nous sommes six membres du directoire, mes cinq collègues et moi-même, et nous avons douze membres qui sont gouverneurs de banques centrales nationales. C'est ensemble que nous prenons les décisions. Celles-ci sont complètement centralisées, par définition. Il y a une politique monétaire unique pour les 306 millions d'habitants de la zone euro. En même temps, la mise en œuvre de la politique monétaire est décentralisée. Nous fonctionnons un peu comme une équipe sportive. Il y a, pour filer la métaphore, treize joueurs, dont un capitaine – la BCE. Mais nous sommes tous indépendants, les banques centrales nationales comme la BCE. Nous sommes donc une équipe qui, pour gagner, doit assurer aux Européens une bonne monnaie telle que je l'ai définie tout à l'heure. Il apparaît du reste que cela répond au vœu de la majorité des Européens.

A Jacques de Larosière : Pour ce qui est de l'absence de sanction du marché en cas de dérive depuis l'entrée dans l'euro, nous avons signalé à l'avance que les signaux très importants qui étaient auparavant donnés à nos économies allaient disparaître – sur les marchés des changes, sur les taux d'intérêt ... Il fallait donc être attentif à y substituer de nouveaux signaux. Ceux que nous recommandions étaient des indicateurs de compétitivité, tels les coûts unitaires de production. En effet, dans une zone monétaire unique, en dernière analyse et sur le moyen-long terme, la prospérité, la croissance, la création d'emplois reposent sur la préservation et le renforcement de la compétitivité économique.

A Bertrand Collomb : Toutes les mesures que nous prenons visent bien évidemment à favoriser la compétitivité des entreprises. Si j'ai insisté sur les taux d'intérêt à long terme, c'est parce que l'on oublie parfois que l'on va jusqu'à 30 ans. Mais il va de soi que j'ai également pensé aux taux d'intérêt à 2 ans, à 5 ans et à 7 ans, qui sont utilisés assez fréquemment. Je ne crois pas que l'on puisse dire que nous rationalisons notre incapacité de régulation à court terme en nous projetant sur le moyen-long terme. Il faut bien voir ce que l'on demande aux banques centrales : on attend d'elles qu'elles préservent la stabilité des prix. On ne peut donc imaginer qu'aucune banque centrale puisse pratiquer de la régulation économique à court terme. Ce n'est pas dans la capacité des banques centrales, sauf à perdre leur crédibilité principale sur la stabilité des prix. Comme le propre des marchés est toujours d'anticiper dans l'instant ce qui se passera dans les années à venir, on peut être sûr qu'une banque centrale qui abandonnerait la boussole de la stabilité des prix à long terme, augmenterait immédiatement l'ensemble des taux d'intérêt de marché, de façon incoercible.

A Yvon Gattaz : Pour ce qui est de la parité euro-dollar, en observant aujourd'hui le niveau sur le marché des changes, on constate qu'il est extrêmement proche du niveau d'introduction de l'euro lui-même. Permettez-moi de m'abstenir de tout autre commentaire.

A Alain Plantey : Je n'ai pas constaté d'autres réactions d'hostilité à l'euro que le débat démocratique auquel nous avons assisté dans tous les pays. On ne peut du reste parler à ce propos de réactions d'hostilité, mais d'un débat normal sur un sujet aussi important.

Les pays africains qui avaient ancré leur monnaie sur la monnaie nationale française ont, après l'entrée de la France dans l'euro, naturellement ancré leur monnaie sur l'euro. Il n'y a eu pour eux aucune rupture, d'autant que nous nous étions employés à ce que la transition soit parfaite. Ils n'ont ainsi pas vu de différence entre les taux d'intérêt d'avant et d'après l'euro.

A Gérald Antoine : Le problème que vous soulevez est fondamental et je suis entièrement d'accord avec vous pour souligner que l'éducation doit jouer un rôle décisif afin que les transformations structurelles s'accompagnent de transformations culturelles.

A Emmanuel Le Roy Ladurie : Enfin, les zones statistiquement les moins connues ne sont pas des zones géographiques. Il s'agit simplement d'un problème lié à l'agrégation.

*
* *