

L'EURO ET LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE EN 2019

BARRY EICHENGREEN *

L'art de prévoir est un exercice périlleux, en particulier lorsqu'il s'intéresse à l'avenir¹. Ceci étant dit, certaines prévisions portant sur l'euro et la Banque centrale européenne (BCE) à l'horizon de dix ans, en 2019, ne semblent pas trop risquées. L'euro sera toujours là et il sera même plus fermement établi en 2019 qu'aujourd'hui. De même, aucun des pays membres actuels ne se sera retiré de la zone euro et elle aura même accueilli de nouveaux membres². Les seuls États membres majeurs de l'Union européenne qui auront gardé leur devise nationale seront le Royaume-Uni et la Turquie³.

Le nombre de pays membres ayant augmenté, le système de rotation au niveau du Conseil des gouverneurs de la BCE sera bien en place. Les banques centrales des pays membres auront été réparties au sein de trois groupes selon la taille de leur pays respectif et ces banques centrales (y compris peut-être la Bundesbank) exerceront ou renonceront à leur droit de vote, selon une fréquence qui dépendra de la taille de leur pays et, par conséquent, de la taille et du poids des droits de vote de leur groupe. Ce changement dans les procédures de représentation et de vote n'affectera pas de manière significative les décisions de politique monétaire⁴ (Bénassy-Quéré et Turkisch, 2008).

D'ici à l'année 2019, l'euro sera devenu une devise beaucoup plus importante au niveau mondial. Il constituera la principale monnaie de facturation et d'échange avec le Royaume-Uni, la Turquie, la Russie

* Université de Californie (Berkeley).

et d'autres économies adjacentes à la zone euro. Il sera également devenu la principale devise au sein des réserves internationales que détiendront les banques centrales de ces pays. Il sera la monnaie la plus utilisée dans la dénomination des obligations internationales et les dépôts bancaires de la zone euro et de ces pays adjacents. Ces derniers l'utiliseront majoritairement dans leurs opérations de change. Dans les régions du monde plus éloignées de l'Europe où les transactions commerciales et financières avec la zone euro sont prépondérantes, l'euro sera également plus en retrait. Dans la plupart de ces autres régions, le dollar demeurera la principale devise internationale, ce qu'il est en ce moment, même si l'euro gagne des parts de marché au cours de la décennie à venir. En première approximation, la situation s'équilibrera entre les pays voisins de l'Europe et les autres régions du monde. En d'autres termes, l'euro et le dollar se partageront, à égalité, les réserves mondiales, la facturation commerciale et la dénomination des emprunts internationaux⁵.

Il n'y aura aucun changement dans le régime de change de la zone euro. Les taux de change contre le dollar et les autres devises continueront à fluctuer comme ils en ont l'habitude. Et il n'y aura pas non plus de réforme radicale des dispositions existantes en matière de taux de change - par exemple, pas de nouvel accord tel qu'un système global de zones cibles (*target-zones*) incluant la zone euro et la BCE. Si la zone euro, en tant que partie intégrante de l'Union européenne, contribue à la réforme du système monétaire et financier international, elle l'aura fait en modifiant son type de gouvernance. La représentation de l'Europe au sein du FMI aura été alors restructurée autour de deux sièges, l'un pour la zone euro et l'autre pour les membres restants de l'Union européenne.

En réponse à la crise financière de 2008-2009, la BCE aura acquis, au cours de la décennie à venir, de nouvelles responsabilités en tant qu'autorité de surveillance macroprudentielle de la zone euro. La surveillance microprudentielle (exercée sur les institutions financières nationales) restera du ressort des superviseurs nationaux des banques agréées dans chacun des pays. Ces superviseurs nationaux seront réunis collégialement lorsqu'il sera question de la surveillance d'institutions financières opérant de façon transfrontière. La BCE, quant à elle, sera en charge de la détection et de la résolution des risques pesant sur la stabilité du système financier, stabilité qui va au-delà de celle de ses segments pris individuellement⁶. Cette responsabilité nécessitera des inspections régulières au sein des institutions, une surveillance des marchés et des « exercices incendie ». La plupart de ces actions devront être menées par la BCE en liaison avec les régulateurs en fonction dans chaque pays - au sein de comités, mais sous la présidence de la BCE.

Même si la surveillance relève d'un comité, la responsabilité ultime doit incomber à un acteur en particulier. Ce dernier devra être l'organe chargé d'intervenir et de faire le ménage en cas de crises si les choses tournent mal, donc le prêteur en dernier ressort.

Cette organisation sera source de tensions entre la BCE et les superviseurs nationaux. On entendra des plaintes à l'égard de superviseurs nationaux qui ne communiquent pas suffisamment leurs informations qu'ils tendent à conserver pour mieux protéger leur pré carré ; de même, on reprochera à ces superviseurs nationaux de n'être pas suffisamment vigoureux dans l'adoption des mesures correctives décrétées par la BCE, ces superviseurs ayant, en raison même de cette division du travail, d'autres priorités. Cette situation plaidera en faveur d'une surveillance sur une base consolidée, la BCE étant, en toute logique, le lieu d'exercice tout désigné de cette surveillance consolidée. Dans la mesure où les marchés bancaires et financiers de la zone euro seront de plus en plus intégrés, l'évolution décrite s'imposera avec d'autant plus de force. Les prérogatives nationales étant néanmoins fermement établies dans le domaine prudentiel, le changement que je décris prendra du temps. La BCE deviendra, à terme, le seul et unique superviseur micro et macroprudentiel de la zone euro, mais cela n'aura probablement pas lieu d'ici à 2019⁷.

De quelles autres manières cette responsabilité macroprudentielle va-t-elle influencer la conduite de la politique monétaire de la BCE ? Plus l'autorité régulatrice de la BCE sera faible - et notre hypothèse est que cette responsabilité sera toujours limitée en 2019 -, plus elle devra intégrer les considérations relatives aux marchés financiers dans le processus de décision de politique monétaire. N'ayant pas la possibilité d'intervenir pour durcir le cadre réglementaire, la BCE pourrait être dans l'obligation, par exemple, de resserrer les conditions monétaires lorsque l'expansion du marché du crédit se développera de façon insoutenable. Si les statuts de la BCE, au sein desquels la stabilité du système de paiement figure déjà, ne sont pas modifiés, l'interprétation de son mandat la conduira à accorder plus d'importance aux considérations de stabilité financière, tandis que celles liées à la stabilité des prix au sens strict perdront comparativement de l'importance.

La BCE continuera à agir en qualité de prêteur en dernier ressort pour des institutions financières et des marchés de la zone euro⁸. Sa responsabilité en matière de soutien aux marchés du crédit sera tenue pour acquise, qu'il s'agisse d'un élargissement de son bilan à des opérations d'intervention non conventionnelles sur le marché du crédit ou de l'acceptation d'une gamme exceptionnellement large de garanties en période de tensions. Cette situation exposera l'institution à plusieurs risques. Dans certaines circonstances, elle pourrait ainsi

subir de larges pertes sur les garanties qu'elle aura prises en contrepartie de son soutien financier ou sur des actifs qu'elle aura achetés sur le marché. Si, dans cette hypothèse, son passif venait à dépasser largement son actif, la crédibilité de la Banque centrale pourrait être mise à mal. Dès lors, contrainte d'apporter une aide supplémentaire à des institutions financières de la zone euro en situation délicate, la BCE ne pourrait intervenir qu'en émettant de la monnaie, ce qui aurait des effets inflationnistes.

Dans un tel cas de figure, la solution qui s'impose serait que les ministères des Finances des États membres reconstituent le capital de la Banque centrale - en enlevant de son bilan les actifs ayant subi une perte de valeurs selon un prix convenu, ou en injectant des capitaux selon des modalités convenues d'un commun accord. Afin d'éviter une stratégie par trop acrobatique, il paraîtrait de bon aloi de mettre en place ce dispositif en amont et sous le « voile de l'ignorance » (avant que ne soient connus le nom des banques assistées, les actifs achetés et, par conséquent, lequel des ministères des Finances devra assumer sa part du coût de la recapitalisation). Il est pour le moins probable qu'un tel dispositif sera décidé et inscrit dans les statuts de la BCE d'ici à 2019. Des pays comme l'Allemagne, qui redoutent la seule alternative à la recapitalisation, à savoir l'inflation, devraient être particulièrement intéressés à ce que ce dispositif soit mis en place en amont. Le fait que le seul scénario plausible de sortie de la zone euro soit celui dans lequel un pays, préférant une inflation plus modeste, quitterait la zone et verrait, de fait, sa devise s'apprécier par rapport à l'euro, laisse à penser que les pays qui valorisent un faible taux d'inflation auront un effet de levier suffisant pour mener à bien ces négociations délicates portant sur le partage des charges (*burden sharing*)⁹.

En revanche, il est peu probable que les coûts de recapitalisation soient attribués selon la taille des pays, ce qui correspond à la manière dont les actions des institutions - et, de par le système de rotation, la fréquence des votes relatifs aux décisions sur les politiques menées - sont allouées. Ce cas de figure correspondrait en effet à un fédéralisme fiscal au sein duquel la redistribution s'effectuerait des pays dont les institutions financières sont plus solides vers ceux où elles sont plus faibles. Cette situation ne manquerait pas de susciter des résistances et, pour plusieurs raisons, à cause notamment d'incitations adverses¹⁰. D'une manière plus générale, les dix premières années de l'euro ont montré que l'union monétaire ne requiert pas de fédéralisme fiscal, du moins tant que des dispositions adéquates sont en place pour faire face, *ex ante*, à des situations contingentes. Rien ne laisse penser, au regard de l'évolution de ces dix dernières années, que la zone euro va s'orienter vers un système budgétaire et fiscal plus résolument fédéral au cours de

la prochaine décennie. Rien ne donne non plus à penser qu'elle va se diriger vers un système beaucoup plus strict en termes de règles budgétaires. Si le Pacte de stabilité et de croissance est toujours là en toile de fond, il sera surtout mis à l'honneur par des infractions à ses règles !

Il est peu plausible que la combinaison d'indépendance et de responsabilité, qui caractérise la BCE à l'heure actuelle, restera en l'état en 2019. En réponse à la crise, la Banque centrale a pris sur elle un éventail de nouvelles responsabilités et des initiatives qui, potentiellement, ont de sérieuses implications budgétaires et quasi budgétaires. Elle a accepté notamment de prendre en garantie des actifs plus risqués. Avec les autres banques centrales nationales qui constituent le reste de l'Eurosystème, elle est intervenue sur le marché des obligations sécurisées¹¹. En pratique, elle a subventionné la recapitalisation des banques européennes en octroyant massivement des prêts à faible taux d'intérêt. Elle l'a fait en 2008-2009 et ce ne sera pas la dernière fois. Au vu de ses interventions massives en faveur des institutions financières et des marchés, il n'est plus aujourd'hui crédible d'entretenir la fiction d'une BCE comme une technocratie destinée à fixer le niveau des taux d'intérêt, opérant en toute indépendance des autorités politiques et se satisfaisant d'une obligation de rendre compte (*accountability*) réduite à l'organisation de conférences de presse à l'issue de ses réunions, agrémentées de temps en temps par des discours des membres de son Directoire

La BCE va mettre en avant des solutions alternatives aux renflouements massifs (*bailouts*), afin de détourner l'attention dont ils ont fait l'objet. Nous verrons néanmoins de tels renflouements à l'avenir. La question qui se pose à propos de 2019 est de savoir qui de l'indépendance ou de la responsabilité (*accountability*) va l'emporter. Il me paraît souhaitable que ce soit la responsabilité renforcée en premier lieu par la publication des *verbatim*, de bilans plus détaillés, et par d'autres moyens encore. Des pressions vont être exercées dans ce sens et il appartiendra à la BCE d'y répondre favorablement. La solution alternative serait d'accroître le contrôle politique exercé par les gouvernements des actionnaires de l'institution, mais ce serait là une solution nettement moins souhaitable.

NOTES

1. Avec mes remerciements à Niels Bohr.
2. La crise de 2008-2009 a clairement démontré que la zone euro est un havre de sécurité au sein de l'océan agité du monde financier : des sondages menés récemment au Danemark et en Suède et des déclarations de hauts responsables d'Europe centrale et d'Europe de l'Est dénotent un regain d'intérêt pour l'adoption de la devise européenne.
3. Le Royaume-Uni, compte tenu de son histoire, est sceptique à l'égard de l'unification monétaire et la crise de 2008-2009 a terni la réputation du gouvernement travailliste proeuropéen tout en renforçant l'influence de l'opposition eurosceptique. En 2019, l'adhésion de la Turquie à l'Union européenne sera un événement relativement récent et le pays pourrait ne pas avoir terminé sa participation de deux années au MCE II. Les autres pays hésiteront à hâter l'adhésion de la Turquie en raison de sa taille car les conditions économiques qui sont les siennes affecteront de manière disproportionnée la politique monétaire commune. De plus, étant donné que la Turquie constituera l'un des cinq plus grands États de la zone euro, elle prendra la place de l'un des pays membres du premier groupe des grands États, groupe où ont lieu 80 % des votes du Conseil de la BCE.
4. C'est du moins ce que suggère l'analyse publiée.
5. Le renminbi émerge clairement en tant que devise internationale, mais ne sera pas à même de rivaliser sérieusement avec le dollar ou l'euro dès 2019.
6. Comme nous l'avons appris, la stabilité de l'ensemble des pays est plus que celle de la somme de la stabilité de ses membres quand il existe entre eux des rétroactions, des externalités et des retombées.
7. Dans ses fonctions de superviseur macroprudentiel, la BCE devra également apprendre à travailler avec la Banque d'Angleterre et avec la Banque centrale de Turquie. Comme l'expérience l'a récemment montré, il n'est pas nécessaire que la coordination entre ces banques centrales s'effectue au jour le jour en matière de politiques monétaires. Il est néanmoins indispensable que cette coordination étroite et quotidienne prévale pour les tâches macroprudentielles. Le système bancaire et financier européen est organisé et intégré au niveau de l'Union européenne, et non au niveau de la zone euro. Les institutions financières ont un passeport au niveau de l'Union européenne, et non au niveau de la zone euro. Il y aura cependant plusieurs recours ultimes en matière de crédit pour les institutions financières siégeant au Royaume-Uni, en Turquie et dans la zone euro, pour autant qu'elles continuent à mener leurs transactions, pour ne nommer que lui, sur le marché interbancaire, en ayant recours respectivement à la livre sterling, à la livre turque et à l'euro. Cela signifie que ces trois institutions seront principalement liées à plusieurs pays du système financier de l'Union européenne lorsqu'elles mèneront leurs tâches macroprudentielles, mais qu'elles devront travailler étroitement entre elles.
8. Comme c'est bien sûr d'ores et déjà le cas.
9. La thèse sur le fait que la seule sortie tout juste plausible de la zone euro serait celle d'un pays qui préférerait une inflation plus modeste se trouve chez Barry Eichengreen (2007).
10. Il est possible d'imaginer les circonstances dans lesquelles un État membre particulier ne pourrait pas financer sa part des coûts de recapitalisation à court terme. Pour faire face à cette situation, les dispositions relatives au partage des charges *ex ante* pourraient préciser dans quelles proportions les autres pays accorderont un prêt supplémentaire de capitaux à la BCE, et ce, jusqu'à ce que le pays déficitaire soit rétabli.
11. Les titres émis par les banques et garantis par des prêts immobiliers ou similaires.

BIBLIOGRAPHIE

- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et TURKISCH E. (2008), « The ECB Governing Council in an Enlarged Euro Area », *Journal of Common Market Studies*, vol. 47, décembre, pp. 25-53.
- EICHENGREEN B. (2007), « The Breakup of the Euro Area », *NBER Working Paper*, n° 13393, septembre.