

Aventure en terre inconnue

Camilla Andersen a rencontré **Otmar Issing**

NOMBREUX sont ceux à qui l'on peut attribuer l'idée d'une monnaie unique en Europe, mais c'est grâce à un homme en particulier qu'elle est devenue réalité. Otmar Issing, qui fut le premier économiste en chef de la Banque centrale européenne (BCE), évoque le défi monumental qu'a été la mise en œuvre de l'union monétaire. «Le degré d'incertitude auquel nous étions confrontés était phénoménal», déclare-t-il. «Même aux époques les plus propices, la politique monétaire est une entreprise aléatoire. Ajoutez à cela l'effet du changement de régime déclenché par l'introduction de l'euro et l'absence de données fiables, et c'est ainsi que, sept mois à peine avant le lancement de la monnaie unique, je me suis trouvé à m'interroger sur ce qu'était vraiment la zone euro.»

Aujourd'hui, de l'avis général, l'euro semble aller de soi. Mais dans les années 90, les économistes étaient nombreux à penser que l'union monétaire risquait de faire long feu. Issing admet qu'il n'aurait pas osé prendre la décision de lancer l'euro, mais il souscrivait à la logique politique qui sous-tendait le projet. «Le *statu quo* des régimes de change fixe en Europe occidentale n'était plus viable», estime-t-il. La banque centrale allemande menait la politique monétaire pour le compte des autres pays européens, et de nombreuses banques centrales européennes ont dépensé des milliards de dollars, au début des années 90, pour défendre l'ancrage de leur monnaie au deutsche mark. «Le choix était donc le suivant : risquer une nouvelle crise monétaire ou aller de l'avant.» Aussi décida-t-il d'appliquer sa prodigieuse intelligence et ce que ses amis et collègues s'accordent tous à décrire comme une volonté de fer à la concrétisation du projet de monnaie commune.

Sept ans plus tard, la majorité des économistes conviennent de la stupéfiante réussite de l'union monétaire. L'euro est désormais la deuxième monnaie mondiale après le dollar. L'inflation de la zone euro (les douze pays qui ont adopté l'euro à ce stade) s'est maintenue aux alentours de 2 % bien que le cours du pétrole ait été multiplié par sept. Grâce à ces résultats, la BCE est aujourd'hui l'une des banques centrales les plus crédibles et puissantes au monde — même si elle a reçu sa part de critiques, notamment en ce qui concerne ses objectifs d'inflation et les moyens de les réaliser. Quoique fier du bilan de la BCE, Issing, se fiant à son intuition d'économiste et de dirigeant de banque centrale, se refuse à crier victoire : «Seule l'histoire dira si l'union monétaire est une réussite».

Une première carrière d'universitaire

Né à Würzburg en 1936, Otmar Issing a grandi dans une Allemagne ravagée par la guerre, expérience qui a forgé son idée de l'Europe. Avant le déclenchement de la Seconde guerre mondiale, les enseignants nazis lui avaient inculqué que «l'ennemi vit juste de l'autre côté du Rhin». Une fois la guerre terminée, il devait traverser les ruines de sa ville natale pour se rendre à l'école, ce qui lui a permis d'observer directement les conséquences d'un conflit. Dès qu'il le put, il entreprit de voyager en Europe et se fit de nombreux amis sur tout le continent. «Mon expérience personnelle m'a convaincu que l'unification européenne est la clé de notre avenir commun», dit-il aujourd'hui, opinion qui se renforça lorsqu'il entama ses études d'économie et découvrit le potentiel de croissance du libre-échange.

Avant de devenir responsable d'une banque centrale, Issing est pendant plus de 30 ans professeur et chercheur aux universités de Würzburg et d'Erlangen-Nuremberg. En 1988, il devient membre du conseil d'experts pour l'évaluation des évolutions économiques globales, le collège de sages chargé de conseiller le gouvernement. Deux ans plus tard, il est nommé au conseil de la Bundesbank, la banque centrale allemande. Sa expérience de professeur d'université a modelé sa personnalité de dirigeant de banque centrale. «Un universitaire reste toujours un universitaire», dit-il, en précisant toutefois : «Un universitaire peut rédiger un nouvel article si le premier est mal reçu. Un responsable de banque centrale n'a pas le droit de se tromper. Une décision malavisée peut faire du tort à des millions de personnes».

Sa conception de ce que doit être une banque centrale a également été influencée par son identité allemande. «Il ne peut y avoir de société stable sans une monnaie stable», dit-il, faisant référence à l'hyperinflation qu'a connue l'Allemagne durant la République de Weimar, qui a ouvert la voie à l'accession d'Hitler à la Chancellerie en 1933. Les nouveaux dirigeants de la RFA ont bien assimilé la leçon, et créé une banque centrale qui est devenue la pierre angulaire de la réussite économique nationale. «Le deutsche mark a été un élément fondateur de l'Allemagne de l'après-guerre. Il a été un symbole de stabilité, mais aussi un nouvel objet d'orgueil national. C'est pourquoi il importait autant de convaincre les Allemands que l'euro serait aussi une monnaie stable», explique-t-il.

Un objectif d'inflation controversé ...

La première décision que dut prendre Issing en qualité d'économiste en chef fut de définir les moyens d'exécuter la mission de



la BCE. Après de nombreuses discussions et de longues soirées en compagnie de ses collègues, il recommanda une stratégie qui viserait à maintenir l'inflation en deçà de 2 % à moyen terme. Il lutta lui-même fermement en faveur de cet objectif — même si la plupart des onze membres fondateurs de la zone euro étaient habitués à des taux d'inflation sensiblement supérieurs. De fait, la RFA elle-même, le pays le plus performant d'Europe en matière d'inflation jusqu'à sa réunification avec la RDA en 1989, n'avait pas réussi à obtenir un taux moyen de 2 %.

Durant la première année d'existence de l'euro, l'inflation resta proche de 1 %, ce qui accrût considérablement la crédibilité de la BCE. Mais dans la période qui suivit l'éclatement de la bulle Internet aux États-Unis en 2001, le monde entier évoquait le spectre de la déflation. En 2003, pour apaiser ces craintes, la BCE redéfini son objectif d'inflation comme « inférieure à, mais proche de 2 % » à moyen terme. Depuis 2001, néanmoins, l'inflation est restée *au-dessus* de 2 %, empêchant ainsi chaque année la BCE de réaliser son propre objectif. Bon nombre d'universitaires estiment que le problème réside non pas dans l'inflation, mais dans l'objectif. Charles Wyplosz, professeur d'économie à l'Institut universitaire des hautes études internationales de Genève (Suisse), soutient que la BCE compromet sa crédibilité sans juste raison. Si elle relevait la fourchette implicite de 2 % d'un demi point (soit 0,5–2,5 %), la BCE enregistrerait un taux de réussite remarquable de 94 % au

lieu des navrants 43 % actuels (Wyplosz, 2006). Paul de Grauwe, de l'université catholique de Louvain (Belgique), juge la fourchette à la fois trop basse et trop étroite. Selon lui, en visant un taux trop faible, la BCE concourt au chômage structurel (de Grauwe, 2002).

Comment Issing répond-il à ces critiques? Loin de les négliger il a, en bon universitaire, riposté à ses détracteurs par les moyens qu'il maîtrise le mieux : la publication d'articles, la participation à des conférences, et des discours. Comme le soulignent ses collègues et amis, il fait ses délices d'une bonne controverse et, quand il estime que les autres ont tort, n'a pas peur de le leur faire savoir. Or, c'est le cas ici. D'un point de vue purement théorique, il n'existe pas selon lui de preuves convaincantes de la supériorité d'un taux d'inflation de 2,5 % par rapport à un taux de 2 %. À cela s'ajoutent des considérations d'ordre stratégique. Quand la BCE a défini sa politique monétaire en janvier 1999, le taux d'inflation était de 0,8 % seulement. « Fixer un objectif sensiblement supérieur aurait nui dès le départ à la crédibilité de la nouvelle banque centrale », fait-il valoir. Il estime par ailleurs que la perspective de moyen terme de l'objectif d'inflation est souvent négligée. « Nous n'avons jamais eu l'intention d'atteindre l'objectif d'une inflation inférieure à 2 % en un an », dit-il. « Si vous êtes confronté à une série de chocs, le moyen terme redémarre à

chaque nouveau choc. N'oublions pas que lorsque nous avons lancé l'euro, le pétrole coûtait 10 dollars le baril. Aujourd'hui, sept ans plus tard, il est à plus de 70 dollars le baril. Dans ces circonstances, sans parler des autres chocs, le bilan est plutôt satisfaisant. »

... et une stratégie de maîtrise de l'inflation controversée

La stratégie mise en place par la BCE pour réaliser son objectif d'inflation a également suscité de vives critiques. Quand la BCE est entrée en fonction, en 1999, plusieurs banques centrales de pays développés (Canada, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède) avaient abandonné les objectifs monétaires en faveur d'objectifs d'inflation — jugés plus transparents et faciles à communiquer. Or, au lieu de se rallier à cette politique, la BCE a formulé une stratégie diversifiée fondée sur deux piliers. Le premier réservait un rôle majeur à la monnaie. Le conseil des gouverneurs de la BCE fixa à 4,5 % le taux de croissance annuel de référence de M3 (monnaie au sens large) en estimant qu'il était compatible avec sa définition de la stabilité des prix. Le second pilier consistait en une analyse approfondie des risques pour la stabilité des prix dans la zone euro, notamment l'évolution des salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre, les indicateurs de la politique budgétaire et les indicateurs des marchés financiers.

La décision de la BCE d'intégrer la monnaie à sa stratégie esuya rapidement un tir nourri de critiques. Certains observateurs estimèrent que le premier pilier s'apparentait étroitement à la stratégie de la banque centrale allemande, ce qui les conduisit à suggérer qu'Issing cherchait avant tout à en transférer la crédibilité à la nouvelle banque centrale. Qui plus est, le taux de croissance de M3 a toujours dépassé la valeur de référence de la BCE, d'une marge souvent considérable (il a ainsi été de 8 % en 2003), ce qui ne semble cependant pas avoir influé sur le taux d'inflation. Selon de Grauwe, «cela ne surprendra pas les autres responsables de banques centrales qui ont renoncé depuis longtemps aux objectifs monétaires après avoir constaté que dans une conjoncture faiblement inflationniste, les chiffres relatifs à la monnaie sont de très mauvais indicateurs prévisionnels de l'inflation» (de Grauwe, 2006).

Ces dernières années, la BCE semble avoir minimisé le rôle du premier pilier. Issing demeure néanmoins convaincu de la pertinence de la stratégie retenue. D'abord, il nie vigoureusement avoir surtout cherché à importer la stratégie de la Bundesbank. «Il va sans dire que le transfert de crédibilité était un élément essentiel de l'élaboration de notre stratégie, mais deux faits ont pesé davantage : il est difficile de ne pas tenir compte de la relation à long terme entre la monnaie et les prix, et la mission d'une banque centrale concerne la monnaie.» Il souligne ensuite

Encadré 1

Faire éclater la bulle

Partout dans le monde, les responsables des banques centrales sont confrontés à une difficulté majeure : que faire en cas de gonflement excessif des prix des actifs? Le spectre de la crise japonaise, où l'éclatement d'une bulle gigantesque au début des années 90 a été suivi d'une période de récession et de déflation profondes dont l'économie commence à peine à se remettre, continue de planer. La plupart de ces responsables ne veulent pas admettre publiquement qu'ils cherchent à agir sur les prix des actifs de quelque manière que ce soit. «Il existe un vaste consensus selon lequel les banques centrales ne peuvent et ne doivent pas cibler leur action sur les prix des actifs ni essayer de crever une bulle», explique Issing, qui ne juge pas pour autant cette réponse satisfaisante. «Avec le recul, on constate que les pires catastrophes macroéconomiques se sont produites quand des bulles ont éclaté. Le patrimoine des banques, des entreprises et des ménages a été détruit. Au vu de ces antécédents, les banques centrales ne peuvent se contenter de dire que leur seul rôle est de fournir des liquidités une fois que la bulle a éclaté.»

Issing reconnaît qu'il n'existe pas de réponse simple au problème du prix des actifs, mais il estime que la stratégie à deux piliers de la BCE donne à celle-ci un avantage pour réagir aux bulles. Quasiment toutes les bulles passées ayant été accompagnées, sinon précédées, d'une forte augmentation des liquidités ou du crédit, une banque centrale que son cadre stratégique autorise à agir sur la base d'informations relatives à la monnaie et au crédit est davantage en mesure de contrer les bulles présentes. «Notre modèle est loin d'être parfait. Mais si la BCE observait simultanément une augmentation massive de la monnaie et du crédit et une hausse prononcée des prix de l'immobilier et des valeurs mobilières, il lui serait difficile de ne pas en tenir compte.» L'annonce récente par la banque centrale japonaise d'une nouvelle stratégie monétaire «à deux volets» semblable à la stratégie à deux piliers de la BCE vient appuyer cette assertion. La banque a déclaré que son choix était en partie motivé par sa volonté de prévenir la formation de bulles.

que le pilier monétaire dépasse largement les objectifs monétaires classiques puisqu'il tient compte de l'effet de l'évolution de la monnaie et du crédit sur l'inflation. Il pense aussi que le vent tourne et que l'influence de la monnaie sur l'inflation suscite un regain d'intérêt. Il estime enfin que les deux piliers seront utiles à la BCE quant il lui faudra affronter de nouveaux défis, comme les bulles des prix des actifs (encadré 1). «Je ne dirai pas que cette stratégie est gravée dans le marbre. Mais elle témoigne du fait que, pour l'heure, il n'existe pas dans le monde de modèle réunissant les éléments monétaires et non monétaires en un indicateur prévisionnel cohérent de l'inflation et de l'économie.»

La stabilité des prix n'est pas tout

Pour ceux qui estiment que l'union monétaire est une réussite, l'ombre au tableau est l'absence de croissance dans la zone euro. Malgré la vigueur de la reprise mondiale, les douze économies ont affiché un taux de croissance décevant de 1,3 % par an en moyenne entre 2001 et 2005. En termes de niveau de vie, l'écart s'est creusé par rapport aux États-Unis, la différence atteignant plus de 30 % pour le PIB par habitant. La reprise est enfin au rendez-vous dans la zone euro, mais le potentiel de croissance y demeure faible et risque de diminuer encore sous l'effet du vieillissement démographique.

On ne peut pourtant pas dire qu'Issing est resté indifférent à cet écueil. Lui-même et ses collègues de la BCE ont signalé à plusieurs reprises que les pays devaient réformer leurs économies pour demeurer compétitifs. Dans une union monétaire, il n'existe pas de remède simple. Selon l'une de ses formules célèbres, la politique monétaire de la zone euro *doit être* «de taille unique» (Issing, 2001). Il est en outre impossible de recourir à la politique budgétaire pour stimuler la demande, les pays de la zone euro s'étant engagés à mettre en œuvre le Pacte de stabilité et de croissance révisé. En définitive, l'ajustement structurel — pour accroître la flexibilité et la concurrence dans divers domaines, des marchés du travail au secteur financier — est la seule solution encore ouverte aux pays de la zone euro pour combler leur retard. L'UE elle-même s'est ralliée à cet avis en adoptant le Programme de Lisbonne pour rehausser la compétitivité. Issing souligne que «la seule solution consiste à procéder à des réformes ambitieuses visant à développer la souplesse des marchés du travail et de produits, à accroître la productivité et à assurer durablement la modération salariale». Même ainsi, il craint que les mauvais résultats économiques et des réformes douloureuses n'incitent les gouvernements nationaux à faire de la BCE un bouc émissaire, tout comme la Commission européenne, qui est régulièrement accusée de tout, depuis la réduction des quotas de pêche aux augmentations de la TVA. «Nous savions dès le départ que la BCE serait un bouc émissaire idéal. C'est le cas pour toutes les banques centrales, mais encore plus pour une institution supranationale», observe-t-il.

Selon lui, la BCE devrait, pour désamorcer ces critiques, redoubler d'efforts pour convaincre le public des avantages de la stabilité des prix. À

l'heure actuelle au moins, on s'accorde sur le fait que la politique monétaire ne doit pas servir à stimuler l'économie dans la zone euro. Tommaso Padoa-Schioppa, ancien membre du conseil des gouverneurs de la BCE et aujourd'hui Ministre des finances de l'Italie — sans doute l'économie la plus en difficulté de la zone euro — a écrit il n'y a pas très longtemps : «Que peut faire l'Eurosystème pour surmonter l'épreuve d'une croissance languissante et d'un chômage élevé dans la zone euro? La réponse est «pas grand-chose» parce que la politique monétaire ne peut offrir de panacée à ces deux maux» (Padoa-Schioppa, 2004).

«Nous savions dès le départ que la BCE serait un bouc émissaire idéal. C'est le cas pour toutes les banques centrales, mais encore plus pour une institution supranationale.»

Un autre défi à long terme pour la BCE consiste à définir comment assumer ses responsabilités en l'absence d'union politique, dont certains observateurs estiment qu'elle est indispensable, à terme, à une union monétaire. Si, sous l'effet de la reprise, l'optimisme semble renaître en Europe, l'approfondissement de l'intégration européenne ne paraît guère faire recette, que ce soit sous la forme d'une révision de la constitution de l'UE ou sous

une autre forme. Issing estime toutefois que les dirigeants européens devront proposer une solution. «L'Europe ne peut éviter, à terme, de répondre à la question : quelle structure politique est la plus indiquée pour compléter l'union monétaire?» De fait, les problèmes d'une union monétaire sans représentation politique trouvent une parfaite illustration dans les tentatives actuelles du Fonds monétaire international pour réformer son système de gouvernance (encadré 2).

Investir dans le capital humain

Rétrospectivement, Issing juge que les décisions qu'il a prises au cours de sa carrière étaient les meilleures au vu des informations dont il disposait à l'époque. Il reconnaît néanmoins que lui-même et ses collègues ont «sous-estimé le temps qu'il faudrait au public, aux journalistes et aux marchés pour se familiariser avec une nouvelle institution, une nouvelle monnaie et un environnement fondamentalement différent». À terme, sa contribution la plus durable à la réussite de l'euro pourrait bien être le travail qu'il a effectué dans l'ombre. Selon Peter Kenen, chercheur principal au Council of Foreign Relations, les départements de l'économie et des études de la BCE se sont hissés sous sa houlette au niveau des meilleurs, seuls ceux de la Réserve fédérale américaine et de la Banque d'Angleterre leur étant comparables. Étant donné son attachement indéfectible à la pensée et à l'analyse universitaires rigoureuses, c'est peut-être là le jugement dont il s'enorgueillira le plus.

Bien que retraité de la BCE, Issing n'a apparemment pas l'intention de lever le pied. Il vient d'accepter un poste de conseiller international à temps partiel chez Goldman Sachs, la banque d'investissement privée américaine. Cette nouvelle fonction au sein du secteur bancaire lui donnera l'occasion de collaborer plus étroitement avec les investisseurs professionnels avec lesquels il communiquait auparavant à distance. Mais c'est peut-être son autre poste à temps partiel de président du Centre d'études financières, un groupe de réflexion établi à Francfort, qui lui apportera les plus grandes satisfactions, car il lui permettra à nouveau d'échanger des idées avec des étudiants et chercheurs dans un cadre universitaire. «Plus je vieillis, plus j'apprécie la compagnie des jeunes, parce qu'ils me permettent de mieux comprendre l'évolution du monde», dit-il. ■

Camilla Andersen est rédactrice principale de l'édition anglaise de Finances & Développement.

Encadré 2

L'UE peut-elle n'occuper qu'un seul siège au FMI?

À l'heure où le FMI s'efforce de donner aux économies de marché émergentes les moyens de mieux se faire entendre — notamment via l'augmentation des quotes-parts, qui déterminent le nombre de voix attribuées — des pressions croissantes s'exercent sur l'Europe pour qu'elle regroupe en un ou deux sièges sa représentation au Conseil d'administration du FMI. Une telle mesure constituerait un bouleversement pour l'UE, qui détient au total plus de 32 % des voix, réparties sur 7 sièges (sur un total de 24 sièges). Bien que sa part soit supérieure à celle des États-Unis (17 %), l'influence de l'Europe est diluée du fait que, souvent, ses 25 pays membres n'harmonisent pas leurs positions. À première vue, le regroupement des sièges européens et, partant, de ses voix, devrait intéresser l'UE, mais il n'y pas de rose sans épines.

Alors que la BCE revendique un siège (elle est actuellement observateur permanent au Conseil, son intervention se limitant aux débats concernant la zone euro), les ministres des finances de la zone euro souhaitent peut-être voir leurs points de vue représentés. Même si les pays de la zone euro convenaient d'un représentant commun, l'idée d'un siège unique pour la zone euro ou l'UE est loin de faire l'unanimité. Des pays comme l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni devraient renoncer à leur siège, tandis que d'autres devraient revoir leur représentation. Par ailleurs, si le FMI parvient à modifier la formule de répartition des quotes-parts, certains pays européens, comme la Belgique et les Pays-Bas, risquent de perdre des voix tandis que d'autres, comme l'Espagne, en gagneront. Issing estime qu'une «représentation unique sera la solution stable et définitive», mais il pense que l'idée d'un siège unique pour la zone euro n'est pas réaliste dans un proche avenir, et qu'elle devra peut-être attendre une union politique.

Bibliographie :

- De Grauwe, Paul, 2002, "Challenges for Monetary Policy in Euroland," *Journal of Common Market Studies*, Vol. 40 (November), p. 693–718.
- , 2006, "Flaws in the Design of the Eurosystem?" *International Finance*, Vol. 9 (August), p. 137–44.
- Issing, Otmar, 2001, "The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All," *International Finance*, Vol. 4 (Winter), p. 441–62.
- Padoa-Schioppa, Tommaso, 2004, *The Euro and Its Central Bank—Getting United After the Union* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Wyplosz, Charles, 2006, "European Monetary Union—The Dark Sides of a Major Success," *Economic Policy* (April), p. 207–61.