

Point de vue

par Frédéric Lordon*

L'audace de la banque centrale européenne... et ses limites

Il y avait quelques bonnes raisons de redouter que M. Duisenberg ne se comporte pas autrement qu'en clone de ses prédécesseurs allemands. Il n'en est rien et, autant le reconnaître avec honnêteté, M. Duisenberg surprend son monde. Il y a d'autant plus lieu de saluer la manœuvre récente de baisse des taux que derrière son habileté tactique immédiate se laisse apercevoir un véritable projet stratégique.

L'habileté tactique, c'est d'abord d'avoir compris, d'une part l'importance des premiers coups dans la construction d'une réputation, et d'autre part qu'en matière de politique monétaire la crédibilité se signale par l'aptitude à faire baisser ses taux d'intérêt sans encourir de fluctuations trop importantes sur le taux de change. La BCE se fût-elle braquée sur la parité euro-dollar et mise en tête de la soutenir à coup de taux d'intérêt, elle aurait donné un signal de faiblesse de sa propre

confiance en la monnaie qu'elle doit défendre. Or en matière monétaire comme ailleurs, la crédibilité procède d'une construction dialectique qui passe par la médiation du regard des autres, lui-même décisivement influencé par le spectacle de la certitude de soi offert par l'agent en quête de réputation. Croire en sa légitimité avant qu'elle ne soit reconnue par les autres expose certes à un risque (la « folie des grandeurs »)

« Comment conduire la BCE à un modèle de régulation monétaire « à l'américaine »... à partir d'un statut doctrinalement allemand ? »

quand la validation collective ne suit pas, mais recèle aussi l'espoir de s'autoréaliser en contribuant à induire la reconnaissance même qu'elle recherche. Il est donc des conditions dans lesquelles anticiper sur sa crédibilité – en prenant les décisions et les poses qui correspondent à ses autorisations – maximise la probabilité de la faire advenir. C'est dans ce pari que la BCE s'est lancée, et il se pourrait que ce soit avec succès.

Cette habileté tactique est pourtant peu de choses en regard du projet stratégique qui se laisse discerner

dérrière les premières décisions de la BCE. Ce projet stratégique relève à la fois du paradoxe et du défi. Il tient en une question : comment conduire la BCE à un modèle de régulation monétaire « à l'américaine »... à partir d'un statut doctrinalement Allemand ? C'est pourtant bien dans ce vaste mouvement d'apprentissage institutionnel que Wim Duisenberg semble engager la BCE si l'on en juge par toutes les options plus ou moins implicites que révèle sa politique monétaire. En premier lieu, la croissance et l'emploi apparaissent comme des objectifs d'autant moins cachés qu'ils ont expressément motivé la dernière baisse de taux, et d'autant plus surprenants qu'ils excèdent formellement la mission assignée à la Banque par les traités – dont on sait quelle lecture littérale les allemands voulaient en imposer. En second lieu, l'acceptation d'un certain degré de dépréciation de l'euro face au dollar témoigne de la prise en compte de tous les degrés de liberté offerts par une zone moins extravertie et par là moins exposée dans ses prix intérieurs aux conséquences des variations de change. Enfin, il faudrait reprendre la chronique des déclarations officielles, aussi bien

du côté des gouvernements que du côté de la Banque, pour faire apparaître un projet commun de cheminer vers un *policy-mix* combinant détente monétaire et discipline budgétaire, à l'exact opposé de celui qui a tant pénalisé la croissance européenne des années 90... et sur le modèle de celui qui a si bien réussi à l'économie américaine.

A l'évidence donc, il y a du neuf du côté de la politique monétaire européenne. Et pourtant : quoique une institution neuve, la BCE n'a pas surgi de nulle part et l'on mesurera la difficulté de mener à bien le mouvement qu'elle envisage au poids de l'héritage doctrinal dont elle est le légataire. Aussi ne s'étonnera-t-on pas qu'en dépit de ses « audaces », la BCE reste prise dans toute une série de préventions et de réflexes qui témoignent de la difficulté à s'arracher de son passé. Il faut d'abord se demander si sa hardiesse ne rencontrerait pas rapidement sa limite dès lors que la situation sur le front de l'inflation cesserait d'être aussi exceptionnellement favorable qu'elle l'est aujourd'hui. On admettra sans peine que baisser, même substantiellement, les taux d'intérêt représente une prise de risque assez modérée en régime d'inflation presque totalement disparue, voire de déflation. Et l'on peut continuer de craindre que la BCE ne rendrait pas le même arbitrage en faveur de la croissance si d'aventure la dérive des prix rejoignait une tendance tant soit peu plus élevée – non sans avoir d'ailleurs pris note au passage de l'avènement subreptice d'une sorte de sixième critère de Maastricht selon lequel l'inflation ne saurait excéder une valeur consigne discrétionnairement fixée par un club de banquiers centraux à 2%. Le traité de Maastricht avait pris soin de définir le critère d'inflation en termes relatifs, conformément d'ailleurs à une logique de *convergence*, voilà que la phobie des banquiers centraux y a substitué un critère absolu, et ce hors de tout contrôle démocratique.

Au registre des douleurs de la mutation vers un modèle de régulation monétaire « à l'américaine », on notera également les difficultés à faire advenir un *policy-mix* bien coordonné quand son élaboration relève d'instances multiples et séparées. Que la coopération n'émerge pas spontanément est un résultat bien connu de la théorie des jeux dans toutes ces situations d'interaction stratégique du type « dilemme du prisonnier ». C'est bien dans une configuration de cette nature que se trouve la politique économique eu-

ropéenne, écartelée entre des gouvernements qui, faute d'un réel soutien monétaire, sont bien décidés à soutenir la croissance par leurs propres moyens – budgétaires –, et une banque centrale qui est prête à mettre à exécution la menace d'un resserrement à la première incartade des finances publiques. En situation de dilemme du prisonnier, la défiance est l'attracteur de tous les comportements individuels au détriment du bien-être collectif, et seules une longue histoire de pratiques communes ou bien des constructions collectives médiatrices peuvent défaire cet obstacle structurel à l'émergence de la coopération. Quand MM. Greenspan et Rubin et tous leurs prédécesseurs ont de longue date pris l'habitude de se parler et de s'accorder, les pouvoirs économiques de l'UEM sortent à peine d'une longue période de méfiance mutuelle et sont encore marqués par un traité dont l'article 107 prohibe tout contact entre le politique et le monétaire au motif de violation du statut de la BCE et de haute trahison de la mission qui lui a été confiée. On comprend dans ces conditions que la bonne volonté risque de ne pas suffire ou, à tout le moins, de prendre du temps avant de déboucher sur des formes de coopération à peu près stabilisées. De ce point de vue d'ailleurs, l'épisode Lafontaine aura été d'une violence presque caricaturale. Et il y a quelque chose d'affligeant à voir les comportements régressivement puérils où peut conduire le dogme de l'indépendance quand le banquier central refuse une baisse de taux, non pour des raisons macroéconomiques, mais par pur et simple esprit de contradiction et pour ne pas paraître céder à une injonction extérieure. On verra évidemment la meilleure preuve de cette régression au stade du Kindergarten dans le seul fait qu'il aura suffi que M. Lafontaine disparaisse du paysage pour que la baisse de taux jusqu'ici obstinément refusée (simplement parce qu'elle était *demandée*) soit tout d'un coup accordée. C'est probablement à des choses de ce genre qu'on peut le mieux mesurer ce qui sépare encore le modèle européen de politique économique de l'âge adulte et aux difficultés à faire coopérer les pouvoirs économiques sans préjudice du débat démocratique c'est-à-dire autrement qu'en situation de consensus doctrinal spontané de parties, celui-là même auquel M. Lafontaine faisait si inégalement injure.

*Chargé de recherche au CNRS

L'AGEFI
séminaires

SBF · BOURSE DE PARIS

MARCHES ACTIONS EUROPEENS
ALLOCATION SECTORIELLE

Une nouvelle donne pour l'investissement ?

Jeudi 29 avril 1999

au Pavillon Kléber – 7, rue Cimarosa – 75008 Paris

17h00 – 17h30 Introduction

- Les impacts de l'euro sur la répartition des portefeuilles
Michael STAM, Responsable Gestion Actions Internationales, Fimagest

17h30 – 18h30

Première partie : Européanisation de l'offre et des outils

- Constitution et allocation des portefeuilles – quels outils ?
Solemn THOMAS, Direction des études et du développement, SBF – Bourse de Paris
Eric ANDREETTI, Produits dérivés Actions & indices, MONEP – MATIF
- Européanisation des actifs : vers une offre sectorielle pan-européenne
Philippe NAHUM, Directeur Europe, Cortal
- Stratégies d'investissement en Euroland : quelles évolutions sous quelles contraintes ?
Andrew SPENCER, Director – Head of European Equities, Fleming Asset Management

18h30 – 19h30

Deuxième partie : Facteurs d'appartenance sectorielle et valorisation boursière

table ronde avec :

Laura DELAUZUN, Directeur de la Gestion Européenne, SGAM
John ALLKINS, Directeur Financier, Equant
Paul WALTON, Head of European Strategy, Schroders

La conférence sera traduite simultanément

Participation aux frais : 900 FRF H.T. (soit 1085,40 FRF TTC)
Renseignements : tél. : 01 53 00 26 30 – fax : 01 53 00 26 31