



College of Europe
Collège d'Europe



Natolin

Bruges European Economic Policy Briefings

<http://www.coleurop.be/eco/publications.htm>

La gestion de la transition vers la monnaie unique et l'établissement de la crédibilité de l'euro

Jean-Claude Trichet*

BEEP briefing n° 12

Novembre 2005

Quatrième conférence sur l'économie européenne,¹
Collège d'Europe, Campus Bruges,
le 27 octobre 2005

Seul le texte² prononcé fait foi.

* Président de la Banque centrale européenne.

¹ Une série de conférences organisée par le département des études européennes économiques au Collège d'Europe, campus Bruges.

² Texte fourni par la Banque centrale européenne, Division Presse et Information, Kaiserstrasse 29, D-60311 Frankfurt am Main, Tél.: 0049 69 1344 7455, Fax: 0049 69 1344 7404, Internet: <http://www.ecb.int>. Reproduction autorisée en citant la source.

La gestion de la transition vers la monnaie unique et l'établissement de la crédibilité de l'euro

M. Jean-Claude Trichet

BEEP briefing n° 12

Monsieur le Recteur,
Mesdames et Messieurs les Professeurs,
Chers étudiants,
Mesdames et Messieurs,

C'est pour moi un grand plaisir d'avoir la possibilité de parler de l'euro à Bruges, joyau de la culture et de l'histoire européennes. Et je suis particulièrement honoré de pouvoir le faire ici, au Collège d'Europe, où la tradition des débats sur les grands thèmes européens est si forte. J'ai donc choisi aujourd'hui d'échanger avec vous quelques réflexions sur la création de la monnaie unique européenne et la stratégie monétaire de l'Europe.

Aujourd'hui, l'euro - la monnaie unique des Européens - est un élément essentiel de la politique économique européenne. Mais l'euro est beaucoup plus que cela. Il symbolise l'unité profonde des Européens. « En monnaie, comme en toute chose, circulation, c'est unité », disait Victor Hugo il y a 150 ans lorsqu'il envisageait une monnaie unique pour une Europe unie. L'euro est aussi un emblème d'une possible future souveraineté politique européenne. Comme le notait ici même Jacques Delors qui a été le Président de votre Collège : « L'Union économique et monétaire apparaît comme le seul point de passage obligé pour conforter la construction européenne et assurer son dynamisme politique. » Aujourd'hui les Européens voient dans l'euro, au-delà d'un instrument de grande qualité dans lequel ils ont confiance, la preuve de leur union fraternelle et l'illustration du formidable chemin parcouru depuis le traité de Rome. Et le reste du monde voit dans l'euro non seulement la monnaie des Européens

mais aussi la mesure et la preuve de leur unité, la mesure et la preuve de leur vitalité et de leur audace, la mesure et la preuve de leur capacité effective de réalisation historique.

L'hypothèse de travail commune à toutes ces interprétations est que la monnaie dont on parle est une bonne monnaie, qui remplit avec efficacité et efficience le rôle que l'on attend d'elle dans les domaines de la mesure, de l'échange et de la conservation de la valeur. Une monnaie qui maintient des prix stables et donc inspire confiance. Une monnaie qui, grâce à cette confiance, préserve, dans le domaine monétaire et financier, un environnement favorable à la croissance et à la création d'emplois. C'est donc à des considérations opérationnelles et à des observations concrètes que je voudrais d'abord me livrer devant vous. Que fallait-il faire théoriquement et qu'a-t-on fait pratiquement pour être sûr de donner aux européens une monnaie unique, entièrement nouvelle, d'excellente qualité, sachant que la fusion simultanée de onze, puis très vite, de douze monnaies n'avait aucun précédent historique, aucun modèle pré-établi et que cette entreprise apparaissait aux yeux du monde entier, y compris les européens, comme extrêmement audacieuse et à beaucoup, hors d'Europe continentale comme probablement trop audacieuse?

Il faut prendre toute la mesure de la difficulté de la tâche que s'étaient assignée les Européens en créant la monnaie unique. Il ne s'agissait pas seulement d'optimiser les choix institutionnels, la détermination du concept stratégique de la politique monétaire et la doctrine d'emploi de cette stratégie. Toutes les Banques centrales sont appelées en permanence à s'interroger sur l'optimalité de ces choix au regard des progrès de la science économique et de la théorie monétaire en particulier, et en tenant compte de l'expérience et de la sagesse accumulées chez elles et dans le reste du monde.

Les Européens devaient également optimiser leurs choix sous deux angles profondément originaux, pour lesquels il n'y avait pas d'expériences antérieures accumulées. D'abord, il leur fallait tout créer à partir de rien – institutions, monnaie, concept stratégique – et faire d'emblée de la nouvelle monnaie une entité au moins aussi crédible que la – ou les – meilleure(s) des anciennes monnaies. Ensuite, il leur fallait être sûrs que leurs choix étaient optimaux dans le contexte d'une économie continentale en changement structurel permanent du fait même de l'intégration économique et monétaire européenne, autrement dit dans un environnement comportant un degré significatif d'incertitude supplémentaire par rapport aux autres économies comparables et, en particulier, aux États-Unis.

C'est donc sur ces deux traits profondément originaux de l'histoire monétaire récente de l'Europe, la question de la réussite de la transition et la question de la navigation monétaire dans l'incertitude, que je voudrais attirer maintenant votre attention.

La réussite de la transition

S'engager dans la voie de la création d'une monnaie unique, cela voulait dire bâtir une banque centrale et une politique monétaire entièrement nouvelles, tirant leur crédibilité des seules pertinence et solidité de leur construction et non de leurs propres résultats passés. Ni du passé de la monnaie, ni du passé de l'économie, ni du passé des institutions elles-mêmes.

L'exercice était d'autant plus difficile que la monnaie unique ne devait pas être simplement la meilleure possible. Elle se voyait assigner un objectif de crédibilité à atteindre en tout état de cause, sauf à annuler le projet : avoir au moins le niveau de crédibilité de la - ou des - « meilleure(s) » monnaie(s) fusionnée(s). Le défi à relever était donc celui d'une optimisation de la crédibilité sous une contrainte très forte de résultats. Cette contrainte de résultats était déclinée selon différentes modalités, juridiques et inscrites dans le traité, politico-stratégiques et exprimées dans le débat public, et, enfin, économique-monétaires et précisément vérifiables.

Sur le plan juridique, tout d'abord, la contrainte de la transition était celle de la « convergence » au sens du traité de Maastricht. Celui-ci institue en effet cinq critères dont le respect permet la qualification pour l'entrée dans l'euro. Deux critères visent à vérifier l'obtention d'un niveau minimum de qualité dans la gestion des finances publiques. Trois autres critères s'assurent de la qualité de la convergence : la stabilité de la monnaie sur les marchés des changes, le bas niveau de l'inflation, le bas niveau des taux d'intérêt à long terme. Dans les deux derniers cas, le traité prévoit que l'on identifie les trois meilleures performances au sein de l'Europe et que l'on mesure ensuite dans chaque pays les écarts par rapport à la moyenne de ces meilleures performances. Le traité signale ainsi de manière extrêmement précise que le concept de la convergence économique et monétaire retenu est bien celui de la « convergence vers les meilleurs » – et non la convergence vers la moyenne. Cependant, le traité semble pouvoir autoriser des écarts résiduels vis-à-vis des « meilleures » monnaies du point de vue de la stabilité des prix. Cela eût été, en fait, totalement inacceptable.

En effet, sur le plan politico-stratégique, l'engagement pris solennellement à l'égard de chacun des peuples européens était que la nouvelle monnaie devait être au moins

aussi « bonne que l'ancienne ». Il est inutile de rappeler que, sans cette promesse, il était exclu d'obtenir l'assentiment des citoyens européens, et en particulier des citoyens allemands, français, néerlandais, belges et luxembourgeois, qui bénéficiaient en 1997 du même niveau de crédibilité monétaire, le meilleur au sein de la future zone euro. Le strict respect de cette promesse était une condition sine qua non de la création de l'euro. Mais il faut observer en même temps que c'était une condition extraordinairement difficile à remplir.

Car, et c'était la troisième contrainte de la transition, il fallait que les taux d'intérêt associés à l'euro se coulent naturellement dans la courbe de rendement la plus basse, correspondant au niveau le plus élevé de confiance et de crédibilité. Autrement dit, les taux d'intérêt de marché à court, moyen et long terme - les taux d'intérêt à 3 mois, 1 an, 2 ans, 5 ans, 10 ans, 30 ans - devaient être tous au plus bas niveau effectivement observé parmi les futurs membres de la zone euro, correspondant à ce meilleur niveau de crédibilité et de confiance, aucun écart n'étant tolérable. C'était le seul moyen de respecter la promesse faite à tous.

La monnaie unique, l'euro, devait être, en somme, le fruit d'une convergence totalement réussie vers les meilleures monnaies. Jusqu'à la fin de l'année 1997, les observateurs, les investisseurs et les marchés ont jugé cette perspective irréaliste. On voulait bien admettre que la future monnaie unique aurait les caractéristiques moyennes de la zone fusionnée sur le plan monétaire. Mais accepter de donner d'emblée le bénéfice de la plus remarquable crédibilité européenne - à court, moyen et long terme - à une future monnaie unique sans histoire et sans performance passée apparaissait hors de portée aux yeux des investisseurs et des participants du marché au niveau mondial, ceux, précisément, dont les arbitrages permanents entre les différentes monnaies et les différents instruments monétaires et financiers européens et mondiaux établissent les hiérarchies de la crédibilité et de la confiance et les niveaux des taux d'intérêt. Le moment crucial, de ce point de vue, se situa au troisième trimestre 1997, environ un an et demi avant la création de l'euro. C'est à ce moment que les banques centrales de la future zone euro et l'Institut Monétaire Européen, s'engagèrent dans une campagne mondiale de communication pour expliquer que la future monnaie avait été bâtie institutionnellement et conceptuellement dans le dessein d'être aussi crédible que les meilleures anciennes monnaies. Progressivement les investisseurs, les épargnants, les « participants du marché » d'Europe et du monde ont accepté de changer radicalement leur manière de percevoir la transition. Tous les taux d'intérêt de marché, de 3 mois à 30 ans, de la

future zone euro se sont alignés sur les taux les plus bas, tandis que le niveau des taux d'intervention de la BCE au moment de la « fusion » monétaire s'élevait à 3 %.

Ainsi, le 4 janvier 1999, premier jour ouvrable de l'euro, les marchés monétaires et financiers européens reflétaient une totale réussite de la transition à l'euro. L'esprit du traité de Maastricht, la promesse faite aux peuples européens et sa traduction monétaire et financière avaient été scrupuleusement respectés : les 300 millions d'habitants de la zone euro bénéficiaient d'emblée, sans devoir concéder un seul « point de base », de l'environnement financier le meilleur, celui correspondant à une crédibilité acquise progressivement au cours des décennies antérieures dans une partie de la zone.

Comment cela a-t-il été possible ? Quels sont donc les arguments et les décisions qui ont, en définitive, convaincu les investisseurs et les opérateurs de marché ? Comment se fait-il qu'une monnaie et qu'une institution n'ayant aucun passé – l'euro, la Banque centrale européenne et l'Eurosystème – aient pu apparaître aux yeux des investisseurs du monde entier comme pleinement crédibles aux horizons de 1 an, 2 ans, 5 ans, 10 ans, 30 ans ?

Les conditions de la réussite

Cet exploit, à notre connaissance absolument unique dans l'histoire monétaire, n'a pu être réalisé que parce que les institutions monétaires européennes -- la Banque Centrale Européenne et l'Eurosystème -- d'une part, et le concept de la stratégie de politique monétaire d'autre part ont été construits précisément à cette fin : porter d'emblée, aux yeux des opinions publiques, des participants du marché, des épargnants et des investisseurs, le niveau de crédibilité des institutions, de la stratégie monétaire, de l'efficacité de sa mise en œuvre et de la réalisation effective de la stabilité des prix au meilleur niveau observé dans la future zone euro.

Pour réussir cet exploit, il a fallu réunir quatre conditions relatives aux institutions et cinq éléments fondamentaux propres au concept de stratégie monétaire. Dans ma compréhension de la transition, ces neuf conditions et caractéristiques étaient toutes sine qua non. La simple observation des faits suggère qu'elles ont, toutes ensemble, été suffisantes.

Voyons quelles sont ces conditions, et d'abord les quatre conditions institutionnelles.

En premier lieu, l'unicité et la lisibilité de l'objectif premier de stabilité des prix. Dès lors que la contrainte majeure de la transition était la préservation du très bas niveau des taux d'intérêt de marché à moyen et long terme, dont la condition nécessaire était la préservation du très bas niveau des anticipations d'inflation, toute ambiguïté devait être écartée s'agissant de l'objectif principal de la Banque centrale européenne. Ceci était d'autant plus indispensable que les banques centrales nationales dont les monnaies possédaient le plus haut niveau de crédibilité avaient précisément comme objectif principal la stabilité des prix.

Deuxième condition institutionnelle, l'indépendance de l'Institut d'émission. La recherche économique a montré l'importance de l'indépendance de la banque centrale par rapport aux gouvernements et autres institutions politiques et par rapport aux groupes de pression économique pour assurer sa crédibilité et donc pour créer les conditions d'un ancrage solide des anticipations d'inflation. C'est ce qui explique la généralisation de ce concept dans le monde. Dans le cas de la Banque centrale européenne, l'indépendance est garantie par le traité de Maastricht. Elle est donc mieux garantie qu'elle ne l'était par les lois nationales elles-mêmes.

Troisième condition, la responsabilité devant l'opinion publique, soulignée, en particulier, par les auditions régulières du Président et des membres du Directoire de la BCE devant le Parlement européen. Cette responsabilité ne correspond pas seulement à une exigence démocratique très forte. Elle est également fondamentale pour le bon fonctionnement institutionnel et pour la crédibilité et l'efficacité de la banque centrale. L'opinion publique compare en permanence les résultats effectifs obtenus en matière de prix à l'aune de la promesse faite d'en maintenir la stabilité. C'est une incitation puissante à être efficace dans la mise en oeuvre de la politique monétaire. C'est une des conditions nécessaires de la crédibilité.

En quatrième lieu, la dernière mais l'une des plus importantes conditions institutionnelles du point de vue de la crédibilité d'ensemble de l'Union économique et monétaire, le Pacte de stabilité et de croissance. Ce Pacte, qui constitue un système de surveillance budgétaire multilatéral en Europe, requiert le respect de règles budgétaires aussi bien dans l'intérêt de l'Union dans son ensemble que dans celui des États membres pris individuellement. Un tel instrument est le seul moyen – mais un moyen puissant – de pallier l'absence de gouvernement fédéral et de budget fédéral en Europe. À ce propos, vous connaissez nos préoccupations à la suite des modifications apportées au Pacte. En particulier, en raison d'une application très souple des nouvelles règles du Pacte, les pays qui ont récemment dépassé le seuil de 3 % bénéficient d'une période relativement longue pour redresser leurs finances publiques.

À cet égard, le Conseil des gouverneurs de la BCE invite instamment les États membres concernés à accélérer les efforts d'assainissement budgétaire. Une mise en œuvre rigoureuse du Pacte révisé renforcerait la crédibilité des programmes d'assainissement et conforterait les anticipations d'une situation budgétaire saine et donc d'une croissance soutenable. De même que la stabilité des prix, une situation budgétaire saine est une condition indispensable à la stabilité macroéconomique, à la croissance et à la cohésion dans la zone euro.

La clarté de l'objectif de stabilité des prix, l'indépendance de l'Institut d'émission, la responsabilité devant l'opinion, l'existence du Pacte de stabilité et de croissance étaient autant de conditions indispensables à la crédibilité de l'Union économique et monétaire, de la Banque centrale européenne et de l'Eurosystème, et à celle de la monnaie unique elle-même. Mais ces conditions institutionnelles, toutes nécessaires, n'étaient pas suffisantes.

Pour réussir l'exploit qui nous était demandé de transférer à la monnaie unique le meilleur niveau de crédibilité et de confiance disponible au sein des futurs participants à la zone euro – dans l'intérêt même de la croissance européenne et de la création d'emplois – il nous fallait réunir cinq autres conditions, relatives non plus au dispositif institutionnel lui-même mais à la nature du concept stratégique de politique monétaire mise en œuvre par l'Europe. Dès le 13 novembre 1998, avant même la création de la monnaie unique le 1er janvier 1999, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne prenait les cinq orientations fondamentales suivantes :

Première orientation: préciser la définition arithmétique de la stabilité des prix, dans la rigoureuse continuité des « meilleures » définitions existant au sein des pays appelés à faire partie de la zone euro : « moins de 2 % » - notion clarifiée depuis par l'ajout de « proche de 2 % » pour bien marquer que nous entendions nous prémunir contre le risque éventuel de déflation. La difficulté principale de la transition résidant dans l'ancrage des anticipations d'inflation à court, moyen et long terme au plus bas niveau atteint dans la zone avant l'euro, la continuité dans la définition de la stabilité des prix était une condition nécessaire. D'où la précision arithmétique de notre définition. Une imprécision, un « flou » dans la définition de la stabilité des prix se seraient immédiatement traduits par des taux d'intérêt de marché supérieurs sur toute la courbe de rendement, incorporant une substantielle « prime de risque » correspondant à l'aléa sur l'inflation future. Le principe de responsabilité devant l'opinion exigeait aussi une définition précise de la stabilité des prix : sans elle, comment juger les résultats obtenus par la banque centrale ?

Deuxième orientation: placer la stratégie monétaire dans une perspective de moyen terme. Nous n'avons pas retenu, comme c'est le cas dans certains concepts de politique monétaire - par exemple le « ciblage direct d'inflation » pur - un horizon de dix-huit mois à deux ans seulement, correspondant aux projections d'inflation future, pour fonder nos décisions. Nous avons affirmé d'emblée que notre horizon était nettement plus long et s'inscrivait dans le moyen terme. Ceci présentait, de notre point de vue, trois avantages importants. D'abord, être en mesure de tenir compte des différents canaux de transmission de la politique monétaire, y compris ceux dont les effets sont perceptibles à plus long terme. Ensuite, apprécier les effets complexes des chocs qui englobent le court et le moyen terme et ne pas « surréagir » dans le cas de chocs faisant sentir leurs pleins effets à un horizon relativement court mais ne comportant pas nécessairement d'effets de second tour, inflationnistes ou déflationnistes. Enfin, et surtout dans la perspective de la transition, faciliter l'ancrage des anticipations d'inflation sur toutes les durées, y compris le moyen et le long terme.

Troisième orientation: assurer le caractère complet de l'analyse économique. Une banque centrale doit filtrer un énorme ensemble d'observations. C'est pourquoi nous avons ressenti la nécessité de nous doter d'un concept stratégique permettant d'intégrer un très large ensemble de données et de statistiques, parfois contradictoires. Il nous est apparu important de prendre en compte l'économie dans sa réalité comme un vaste et complexe système en mouvement permanent, dans lequel l'incertitude joue un grand rôle, plutôt que de s'efforcer de résumer cette complexité en un modèle unique trop simple et trop réduit. L'analyse économique à laquelle nous nous livrons tous les mois est donc aussi complète que possible. Elle n'est prisonnière ni d'un algorithme de décision, ni d'une équation ou d'un système d'équations, ni d'un mécanisme reposant sur une représentation simplifiée de la réalité. Le Conseil des Gouverneurs de la Banque Central Européenne se réserve la possibilité d'intégrer toute information, toute donnée, tout fait, toute analyse qui lui apparaît pertinente. Les projections économiques et les projections d'inflation des services de l'Eurosystème et de la Banque Centrale Européenne constituent un exercice très utile mais que le Conseil des Gouverneurs intègre dans les décisions parmi d'autres analyses reposant sur d'autres modélisations. Nous partageons cette aspiration à l'« exhaustivité » de l'analyse économique avec le Système de Réserve fédéral américain, qui refuse aussi de se retrouver prisonnier d'une équation ou d'un système d'équations. En outre, dans la perspective fondamentale de la réussite de la transition, il nous est apparu qu'un modèle simplifié de prévision d'inflation, modèle nécessairement orienté à l'horizon de dix-huit mois à deux ans, n'était pas approprié. Il nous fallait ancrer aussi

solidement que possible les anticipations sur des durées nettement plus longues et être capables de tester la « robustesse » de nos décisions sur une multiplicité de modèles conceptuellement différents et non sur un seul modèle éliminant nécessairement beaucoup d'informations.

Quatrième orientation: vérifier la cohérence de l'analyse économique en la recoupant avec l'analyse monétaire. C'est une originalité de notre concept stratégique que de retenir une approche dite à « deux piliers » : un pilier économique et un pilier monétaire. Cette approche a parfois surpris bien que le fait de faire reposer la politique monétaire sur une analyse monétaire ait été la marque de plusieurs concepts monétaires européens nationaux avant l'euro. Mais l'on nous suggérait de choisir : soit l'analyse économique – au demeurant généralement privilégiée – soit l'analyse monétaire. Nous avons préféré retenir la solution originale des deux piliers. Ce choix répond au désir évoqué précédemment d'être aussi complet que possible dans nos analyses et de ne perdre aucune information dans l'analyse de la balance des risques pour la stabilité des prix. Il reflète aussi le fait que les évolutions monétaires donnent des informations précieuses sur la formation de certains phénomènes financiers, comme l'évolution du prix des actifs et la formation des bulles financières. Enfin, et surtout, la vérification croisée avec l'analyse monétaire est précieuse du fait des différences d'horizons temporels entre les analyses économique et monétaire. Les études empiriques confirment que, à long terme, l'inflation est un phénomène monétaire. Du point de vue de la réussite de la transition monétaire, l'approche à deux piliers était donc particulièrement précieuse : elle apportait une contribution supplémentaire très importante à l'ancrage nominal des anticipations d'inflation sur des durées plus longues que l'horizon habituel de l'analyse économique.

Cinquième orientation, enfin: introduire un concept renforcé de transparence en temps réel de la banque centrale. Lorsque la monnaie unique a été créée, en janvier 1999, au mieux certaines banques centrales rendaient-elles public le diagnostic de leur organe de décision avec un délai important, de cinq à six semaines : c'était le moment de la publication des procès verbaux, des « minutes ». Ceci nous est apparu incompatible avec l'esprit du traité en ce qui concerne la responsabilité de la Banque centrale européenne et de l'Eurosystème devant l'opinion et le Parlement. Incompatible aussi avec les nécessités complexes de la communication dans un espace comprenant douze cultures et dix langues différentes et dans lequel, par voie de conséquence, il fallait veiller particulièrement à l'unicité du discours. Incompatible enfin et surtout avec la nécessité absolument impérieuse de réussir la transition et d'ancrer solidement les anticipations des agents économiques sans laisser prise à des interprétations

contradictoires et à des gloses d'autant plus dangereuses qu'elles se développeraient dans le silence de l'Institution. C'est ainsi que nous avons été la première banque centrale à publier un diagnostic complet, de quatre à cinq pages, reflétant ses analyses économique et monétaire, immédiatement après la première réunion mensuelle du Conseil des gouverneurs, en temps réel. La plupart des autres banques centrales nous ont suivi dans cette voie. Nous sommes aussi la première banque centrale, et restons l'une des seules, qui tient une conférence de presse immédiatement après avoir pris ses décisions et qui se met donc tous les mois à la disposition des journalistes du monde entier.

Définition précise de la stabilité des prix, nature à moyen-long terme de notre stratégie, exhaustivité de l'analyse économique, recoupement de l'analyse économique par une analyse monétaire, renforcement de la transparence du diagnostic en temps réel : ces cinq traits de notre concept stratégique de politique monétaire ont tous été décidés avant même la création de l'euro. Avec les quatre conditions institutionnelles déjà mentionnées, ils ont, dans mon analyse, constitué l'ensemble, nécessaire et suffisant, qui a permis de réaliser, dès 1999, ce qui était encore considéré comme impossible par une majorité d'observateurs extra-européens à la fin de l'année 1997.

Mais le dispositif de la monnaie unique de l'Europe ne devait pas seulement être optimal du point de vue de la gestion monétaire d'une grande économie industrialisée moderne et propre à permettre la pleine réussite d'une transition extrêmement ambitieuse. Il devait aussi être optimisé du point de vue de la conduite de la politique monétaire dans « l'incertain » en sachant que la nature même de la construction européenne amplifie certains éléments d'incertitude.

La prise en compte de « l'incertain »

L'incertitude est une caractéristique essentielle et permanente du monde réel et se trouve être particulièrement la marque des périodes comportant d'importants changements structurels. La Banque centrale européenne est elle-même confrontée à tous les types d'incertitude que rencontrent les grandes banques centrales des principaux pays industrialisés.

D'abord, elle doit prendre ses décisions en tenant compte d'un « état de l'économie » dont la connaissance est imprécise. En particulier, les données économiques, financières et monétaires ne sont pas nécessairement toutes disponibles et de bonne

qualité, et sont sujettes à révision. Par ailleurs, le calcul de certains indicateurs non observables – mais très utiles pour synthétiser une grande quantité de données observables, comme le potentiel de croissance et le taux d'intérêt réel d'équilibre par exemple – est sujet à une incertitude supplémentaire liée aux méthodes statistiques et à la définition des concepts utilisés. Ensuite, l'identification de la nature et de la persistance des chocs qui affectent l'économie – identification nécessaire pour interpréter avec justesse son état et les implications pour la stabilité des prix à venir – est une tâche délicate.

À l'incertitude concernant l'état de l'économie s'ajoute l'incertitude concernant sa structure et son fonctionnement mêmes, la dynamique de la propagation dans le temps des chocs économiques, et la dynamique de la transmission des décisions de politique monétaire. Cette incertitude sur le fonctionnement de l'économie est liée à l'incertitude sur les modèles économiques les mieux adaptés. Ceci est dû probablement à la fois à la complexité des économies réelles – qui est supérieure à beaucoup d'objets d'étude auxquels s'intéressent les sciences exactes – au fait que les transformations structurelles y sont en action en permanence, au fait que l'expérimentation à large échelle y est impossible. A posteriori beaucoup de modèles différents peuvent paraître rendre compte de la réalité pourvu qu'ils soient dotés d'un nombre suffisant de paramètres. Il en découle une absence de consensus parmi les économistes sur la représentation modélisée pertinente de l'économie et une difficulté supplémentaire pour la banque centrale.

Enfin, une dernière forme d'incertitude est l'incertitude stratégique, qui se réfère à l'interaction complexe entre les agents économiques privés et la banque centrale. Une banque centrale est confrontée à la réaction des agents économiques et des marchés financiers face à ses propres décisions de politique monétaire. De manière symétrique, ceux-ci peuvent être eux-mêmes incertains en ce qui concerne les motivations, les actions et les intentions futures de la banque centrale. La réduction simultanée de ces deux types d'incertitude revêt donc une très grande importance. C'est pourquoi les concepts de transparence stratégique et de crédibilité sont aujourd'hui considérés comme étant décisifs.

Toutes les banques centrales doivent faire face à ces trois types d'incertitude : l'incertitude sur l'état réel de l'économie, l'incertitude sur la structure et la dynamique de l'économie et l'incertitude stratégique. Mais l'exercice de la politique monétaire par la Banque centrale européenne est rendu particulièrement exigeant du fait de la nature même de la zone euro, espace en construction, en voie d'intégration économique.

Ainsi, nous ne disposons pas encore, en matière de données économiques, de la même densité et de la même précocité de données qu'aux États-Unis, par exemple.

De même, l'incertitude sur la dynamique de l'Union économique et monétaire est particulièrement marquée. Le concept de marché unique, puis de marché unique à monnaie unique, induit une transformation structurelle fondamentale, qui fait sentir ses effets dans le temps et rend la représentation modélisée d'autant plus incertaine.

S'agissant enfin de la question de l'incertitude stratégique, elle se posait aussi en termes extrêmement difficiles dans le cas de la Banque centrale européenne et de l'Eurosystème : une institution nouvelle, sans passé, est l'émettrice d'une monnaie nouvelle, sans passé. Comment, dans ces conditions, éviter que l'ensemble des agents économiques n'aient une grande difficulté à comprendre les décisions présentes et à anticiper les décisions futures de la Banque centrale européenne ?

L'incertitude est donc non seulement la marque de l'environnement économique de toutes les banques centrales mais aussi la marque toute particulière de l'environnement de la Banque centrale européenne.

Il est, de ce fait, très important de vérifier que les principales caractéristiques retenues pour la monnaie unique européenne, particulièrement optimisées en vue de la réussite de la transition, correspondent également à un optimum du point de vue de la conduite de la politique monétaire dans l'incertain.

Cela me semble être très largement le cas. J'insisterai plus particulièrement sur trois points.

D'abord, les quatre conditions institutionnelles que j'ai évoquées – l'unicité de l'objectif de la politique monétaire, l'indépendance de l'institution, la responsabilité devant l'opinion publique et la surveillance mutuelle des politiques budgétaires – contribuent toutes à renforcer la crédibilité de l'union monétaire et de la stratégie monétaire, et donc à réduire l'incertitude stratégique.

Ensuite, parmi les cinq traits principaux de la stratégie de politique monétaire que j'ai soulignés comme étant autant de conditions nécessaires de la réussite de la transition, deux me paraissent de nature à réduire l'incertitude stratégique : la précision de la définition de la stabilité des prix et le principe de la transparence en « temps réel ». Les trois autres – l'exhaustivité de l'analyse économique, la vérification par l'analyse monétaire et la perspective de moyen terme – permettent de tenir compte tant de l'incertitude sur les « données » et l'état de l'économie que de l'incertitude sur les

modèles, leur paramétrage et la dynamique de l'économie. Il y a en effet un assez large consensus pour considérer qu'il n'est pas nécessairement recommandable de ne dépendre que d'un indicateur particulier ou d'un modèle exclusif. La nécessité de se reposer sur le plus grand nombre d'informations possibles, de vérifier la « robustesse » des décisions de politique monétaire en testant la qualité de leurs effets par l'utilisation d'un large ensemble de modèles économiques également plausibles, et d'inscrire ces analyses dans une perspective de moyen terme est largement admise. Ceci est particulièrement réconfortant pour la stratégie de la Banque Centrale Européenne qui semble donc être optimale à la fois sous la contrainte de la transition et sous celle de l'incertitude, particulièrement de la présence d'une incertitude relative supplémentaire pendant une période de temps indéterminée.

Enfin, même si, comme je le crois pour l'Europe, les institutions et le concept de la stratégie monétaire sont optimaux, la conduite effective de la politique monétaire repose en dernière analyse sur un jugement synthétique qui fait très largement appel à l'expérience et à la sagesse collégiale. Quelles que soient la qualité des institutions et l'optimalité des concepts de stratégie monétaire, la conduite de la politique monétaire doit allier de l'art à beaucoup de science. Ceci est particulièrement nécessaire dans les périodes de transformation structurelle rapide et puissante comme celle que nous traversons aujourd'hui.

Monsieur le Recteur, mesdames et messieurs les Professeurs, chers étudiants, mesdames et messieurs, la construction de l'Europe n'est pas encore achevée. Et s'il est vrai que la monnaie unique n'eût pas été possible sans les remarquables avancées des cinquante dernières années, il est vrai également que la monnaie unique est elle-même un instrument formidablement puissant d'intégration européenne. Votre Collège, par son ancrage résolument européen, est à la fois témoin et acteur de l'histoire qui se fait sous nos yeux.

L'unité monétaire de l'Europe est un processus historique d'une immense portée. Les dix pays qui nous ont récemment rejoints n'ont pas exprimé de réserve à l'égard de la monnaie unique. Nous devons organiser cette intégration monétaire avec un très grand soin de manière à ce que ces nouvelles fusions, comme la transition initiale, laissent absolument intacts la confiance dans l'euro, la crédibilité de la monnaie unique, l'ancrage des anticipations de stabilité des prix, et donc préservent un environnement financier favorable à la croissance et à la création d'emplois. Virtuellement, nous sommes déjà vingt-deux ! Au regard de l'Histoire, quoi qu'il en soit, le temps écoulé depuis le 1er janvier 1999 est un éclair.

Devant l'élargissement continu de l'Europe, devant la rapidité de ce mouvement historique, certains aujourd'hui sont perplexes, heurtés, troublés. Ils ne voient pas, ou plus, clairement où va une Europe devenue imprévisible. Cette relative imprévisibilité de notre cours historique ne doit pas, à mon sens, être interprétée négativement. Après tout n'est-ce pas la marque même de l'histoire qui se fait ? Jean Monnet écrivait dans ses Mémoires : « Ceux qui ne veulent rien entreprendre parce qu'ils ne sont pas assurés que les choses iront comme ils l'ont arrêté par avance se condamnent à l'immobilité. Personne ne peut (encore) dire aujourd'hui la forme qu'aura l'Europe où nous vivrons demain, car le changement qui naîtra du changement est imprévisible. ».

Je vous remercie de votre attention.

List of ‘Bruges European Economic Policy briefings’ (BEEP)

BEEP briefing n° 1 (October 2002)

[Economic Implications of Enlargement](#), by Jacques Pelkmans.

BEEP briefing n° 2 (December 2002)

[Mutual Recognition in Goods and Services](#): an Economic Perspective, by Jacques Pelkmans.

BEEP briefing n° 3 (March 2003)

[Mutual Recognition, Unemployment and The Welfare State](#), by Fiorella Kostoris Padoa Schioppa.

BEEP briefing n° 4 (April 2003)

[EU Enlargement: External Economic Implications](#), by Jacques Pelkmans & Jean-Pierre Casey.

BEEP briefing n° 5 (April 2003)

[Efficient Taxation of Multi-National Enterprises in the European Union](#), by Stefano Micossi, Paola Parascandola & Barbara Triberti.

BEEP briefing n° 6 (January 2004)

[Can Europe Deliver Growth? The Sapir Report And Beyond](#), by Jacques Pelkmans & Jean-Pierre Casey.

BEEP briefing n° 7 (June 2004)

[Sustainable Development and Collective Learning: Theory and a European Case Study](#), by Raimund Bleischwitz, Michael Latsch and Kristian Snorre Andersen

BEEP briefing n° 8 (October 2004)

[The Economics of EU Railway Reform](#), by Jacques Pelkmans and Loris di Pietrantonio.

BEEP briefing n° 9 (December 2004)

[The Turkish Banking Sector, Challenges and Outlook in Transition to EU Membership](#), by Alfred Steinherr, Ali Tukel and Murat Ucer.

BEEP briefing n° 10 (January 2005)

[A ‘Triple-I’ Strategy for the Future of Europe](#), by Raimund Bleischwitz.

BEEP briefing n° 11 (September 2005)

[Does the European Union create the foundations of an information society for all?](#) By Godefroy Dang Nguyen and Marie Jollès.

BEEP briefing n° 12 (November 2005)

[La gestion de la transition vers la monnaie unique et l’établissement de la crédibilité de l’euro](#), by Jean-Claude Trichet.

List of ‘Bruges European Economic Research Papers’ (BEER)

BEER paper n° 1 (November 2004)

[Education, Migration, And Job Satisfaction: The Regional Returns Of Human Capital In The EU](#), by Andrés Rodríguez-Pose & Montserrat Vilalta-Bufí

BEER paper n°2 (May 2005)

[Education, Migration, And Job Satisfaction: The Regional Returns Of Human Capital In The EU](#) by Paolo Guerrieri , Bernardo Maggi , Valentina Meliciani & Pier Carlo Padoan.

BEER paper n° 3 (November 2005)

[Regional Wage And Employment Responses To Market Potential In The EU](#), by Keith Head & Thierry Mayer.