



HAL
open science

An 2000 : La croissance européenne est au rendez-vous

Catherine Mathieu

► **To cite this version:**

Catherine Mathieu. An 2000 : La croissance européenne est au rendez-vous. Lettre de l'OFCE, 2000, 192, pp.1-4. hal-01011216

HAL Id: hal-01011216

<https://sciencespo.hal.science/hal-01011216>

Submitted on 23 Jun 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



N° 192 — Mercredi 12 janvier 2000

AN 2000 : LA CROISSANCE EUROPÉENNE EST AU RENDEZ-VOUS

La conjoncture européenne semble, elle aussi, fêter l'an 2000. Les derniers indicateurs conjoncturels confirment que la croissance en Europe a connu une forte accélération au second semestre 1999. A l'échelle mondiale, 1999 aura été une année de redémarrage de la croissance. Les économies émergentes d'Asie ont retrouvé leur dynamisme, ainsi que, dans une moindre mesure, les pays d'Europe centrale. La Russie et l'Amérique latine sortent de la récession. Surtout, le taux de croissance du PIB américain ne s'est pas éloigné du sentier de 4 % qu'il suit depuis le milieu des années 1990. Seul le Japon continue à afficher une croissance quasiment nulle, stimulée de temps à autres par des plans de relance budgétaire. Au total, l'évolution des marchés extérieurs a favorisé la reprise de l'activité en Europe.

La première année de l'euro s'est soldée par une nette dépréciation de la devise européenne, qui, associée à la modération de l'inflation interne, aura été favorable à la compétitivité. Paradoxalement, les pays européens qui n'appartiennent pas à la zone euro ont connu une résistance plus marquée de leurs taux de change, même si leurs performances de croissance ou d'inflation ont été similaires à celles des pays de la zone euro.

La conjoncture européenne se présente à l'arrivée de l'an 2000 sous des auspices favorables : l'environnement international est redevenu porteur, l'activité repart, l'inflation reste faible, la balance commerciale est excédentaire et les déficits publics sont en voie de résorption. Enfin, si le taux de chômage reste élevé, il est en diminution depuis deux ans et est passé sous la barre de 10 % en octobre dernier.

Le commerce mondial tire la croissance européenne

Les informations disponibles pour le troisième trimestre 1999 indiquent en Europe et aux États-Unis une évolution du commerce extérieur de produits manufacturés proche de celle de notre prévision de septembre⁽¹⁾. Toutefois, les importations ont connu un plus grand dynamisme aux États-Unis et au Royaume-Uni ; il en va de même pour les exportations allemandes et italiennes. La prise en compte des chiffres du troisième trimestre représente 0,5 point supplémentaire de croissance du commerce mondial de produits manufacturés en 1999, par rapport à notre prévision de septembre (6,2 au lieu

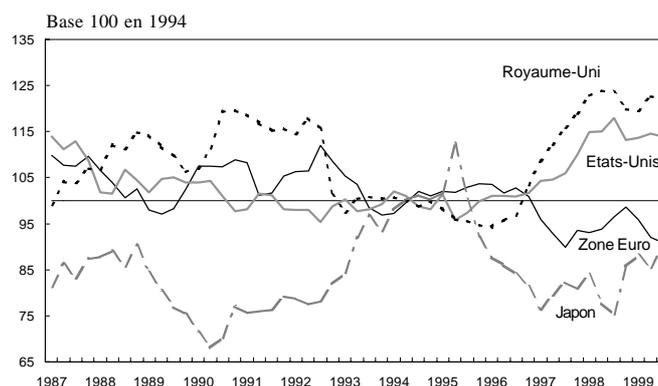
de 5,7 %). Le dynamisme actuel du commerce mondial est conforté par les enquêtes de conjoncture. Les opinions des industriels européens sur la tendance prévue de la demande étrangère, qui avaient cessé de se dégrader en début d'année 1999, sont depuis lors en amélioration régulière.

Les prévisions du commerce mondial publiées depuis l'automne dernier, relativement faibles eu égard aux prévisions de croissance qu'elles accompagnent, sous-estimaient sans doute la dynamique des échanges extérieurs. Dans les pays européens, les importations de biens et services ont une élasticité de l'ordre de 2 par rapport au PIB, et de 2,8 pour les biens manufacturés. Retrouver en Europe en 2000 des rythmes de croissance équivalents à ceux d'avant la crise asiatique, soit près de 3 % l'an, conduirait à une progression des importations de produits manufacturés de l'ordre de 8 % en moyenne annuelle et de 6 % pour les importations de biens et services. Ce dynamisme devrait induire une croissance vigoureuse des exportations industrielles, qui impulserait aussi l'investissement des entreprises manufacturières.

Un an d'euro : à qui profite l'Union monétaire ?

Durant sa première année d'existence, l'euro s'est déprécié par rapport au dollar (de 1,18 dollar en janvier à environ 1 dollar en décembre, soit - 15 %), au yen (- 21 %) et à plusieurs monnaies européennes (- 11 % par rapport à la livre Sterling, - 8 % par rapport aux couronnes suédoise et norvégienne).

Taux de change effectifs réels



Source : OCDE.

(1) DIVISION ÉCONOMIE INTERNATIONALE, 1999, « Sur un nuage », *Revue de l'OFCE*, n° 71, octobre.

*Prix à la consommation, taux de change réels
et structure des exportations dans l'UE-15*

| | Indice de prix harmonisés en % ¹ | Taux de change effectif réel ² | Part des exportations (en 1998) | | | |
|--------------------|---|---|---------------------------------|--------------|---------------------|---------------------|
| | | | Vers l'UE-15 | Vers l'UE-11 | Vers le Royaume-Uni | Vers les États-Unis |
| Allemagne | 1,1 | 3,9 | 56,4 | 43,0 | 8,6 | 9,4 |
| Autriche | 1,0 | 2,4 | 62,8 | 56,4 | 4,0 | 4,2 |
| Belgique/Lux. | 1,6/1,9 | 3,3 | 75,8 | 62,8 | 9,9 | 5,3 |
| Espagne | 2,7 | 1,6 | 70,5 | 59,5 | 8,3 | 4,3 |
| Finlande | 1,9 | 3,7 | 55,9 | 33,2 | 9,4 | 7,4 |
| France | 1,0 | 3,4 | 62,3 | 49,5 | 9,8 | 7,7 |
| Irlande | 3,0 | 4,4 | 69,9 | 45,0 | 21,9 | 13,1 |
| Italie | 2,0 | 2,3 | 56,2 | 45,1 | 7,2 | 8,6 |
| Pays-Bas | 2,0 | 2,6 | 78,8 | 64,0 | 10,0 | 3,9 |
| Portugal | 1,9 | 1,9 | 81,5 | 65,5 | 12,1 | 4,9 |
| UE 11 ³ | 1,6 | 6,1 | 63,8 | 50,4 | 9,3 | 7,5 |
| Danemark | 2,7 | 1,2 | 67,3 | 45,7 | 9,5 | 4,7 |
| Grèce | 2,2 | 2,9 | 49,5 | 41,6 | 6,2 | 4,6 |
| Royaume-Uni | 1,3 | 5,6 | 57,9 | 53,5 | 0,0 | 13,1 |
| Suède | 0,8 | 0,8 | 58,0 | 42,6 | 8,9 | 8,6 |
| UE-15 ³ | 1,5 | 5,7 | 62,9 | 50,4 | 8,1 | 8,1 |

1. Glissement sur un an en novembre.

2. Janvier/octobre 1999.

3. La prise en compte des seuls échanges hors zone conduit à une baisse de taux de change plus forte pour la zone dans son ensemble que pour chaque pays pris isolément.

Sources : Eurostat, OCDE.

A l'échelle de la zone euro, la baisse du taux de change effectif réel, calculé par l'OCDE sur la base des prix à la consommation, atteignait 6 % en octobre par rapport à janvier 1999 (tableau). L'Irlande, l'Allemagne et la Finlande ont connu les baisses les plus importantes ; les écarts reflètent des différences d'inflation et de spécialisations géographiques. Pendant cette période, le taux de change réel des États-Unis était stable, alors que celui du Japon s'appréciait de 7 % et celui du Royaume-Uni de 5 %.

Replacée sur plus longue période, la baisse du taux de change des pays de l'UE-11 ne fait que gommer l'appréciation qui avait eu lieu à partir de l'été 1997 (graphique). Quant au taux de change réel, il se retrouve en deçà de son niveau moyen des dix dernières années. En fin de compte, le ralentissement de la demande mondiale et l'appréciation des taux de change du second semestre de 1998 sont effacés fin 1999 : les conditions d'une reprise de l'activité, notamment industrielle, par les exportations sont réunies.

Accélération de croissance dans l'UE en 1999

Après le ralentissement du second semestre de 1998, l'activité, en particulier dans l'industrie, a commencé à se redresser à partir du printemps dans certains pays européens et s'est progressivement renforcée dans la plupart des pays ; l'Allemagne et l'Italie ont pris les derniers le train de la croissance. La première estimation du PIB du troisième trimestre 1999 publiée par Eurostat est de + 1 % pour la zone euro comme pour l'UE-15 (0,7 % pour l'Allemagne, 1 % pour la France, 1,1 % pour l'Espagne et les Pays-Bas, 0,8 % pour le Royaume-Uni) ; aux États-Unis la croissance est de + 1,4 % et au Japon un repli de 1 % est intervenu.

Les pays européens peuvent être classés en trois catégories ; ceux qui ont connu une croissance vigoureuse du troisième (ou deuxième) trimestre 1998 au troisième (ou deuxième) trimestre 1999 : Pays-Bas (4,0 %), Espagne (3,7 %),

Suède (3,6 %) et France (3,0 %) ; ceux qui ont connu une croissance moyenne : Belgique (1,8 %), Royaume-Uni (1,9 %) et Autriche (1,8 %) ; ceux qui ont connu une croissance médiocre : Italie (1,2%) et Allemagne (1,4 %).

En Allemagne, les enquêtes de conjoncture se redressent nettement dans l'industrie depuis le point bas d'avril-mai. L'indice IFO du climat des affaires s'est nettement amélioré et a retrouvé en novembre son niveau du printemps 1998. Les carnets de commandes totales et étrangères se redressent. Les exportations bénéficient traditionnellement de la spécialisation de l'industrie en biens d'équipement lors des phases de reprise conjoncturelle. D'ailleurs, elles ont déjà augmenté de 2,8 % au troisième trimestre 1999. La production industrielle, après avoir ralenti en septembre, est repartie à la hausse en octobre et a rejoint le niveau de juillet 1998. Par contre, la confiance des consommateurs semble s'éroder.

En 1999, la croissance italienne a souffert à la fois de la faiblesse des exportations et de la consommation des ménages. Les exportations (3,8 % au troisième trimestre) bénéficient de la reprise des partenaires commerciaux. La production industrielle a redémarré. Les enquêtes de conjoncture dans l'industrie, tendance de la production passée et perspectives de production, carnets de commande, jugement sur les stocks, étaient, en novembre, bien orientées. Mais la confiance des consommateurs ne s'est pas améliorée. L'Italie reste à la traîne de l'Europe. Sa position compétitive s'est fortement dégradée en 1996-1997 (remontée de la lire) et en 1998. Depuis le début de 1999, elle s'améliore, mais moins que celle de la France ou de l'Allemagne. L'Italie a souffert d'un recul plus prononcé de ses exportations, en raison d'une spécialisation orientée vers les produits « traditionnels » (textile, cuir) et trop peu vers la haute technologie (voir Prometeia : *Rapporte di previsione*, décembre 1999). Le commerce italien est spécialisé dans des secteurs fortement concurrencés (notamment par les pays d'Asie en développement), où la compétitivité-prix joue un rôle déterminant. Jadis, de 1972 à 1985, la performance de croissance de l'Italie était nettement supérieure à celle de ses voisins, mais l'Espagne a depuis décollé et semble avoir supplanté l'Italie, en tant qu'économie dynamique apte à mettre en œuvre de nouveaux modes de production. Ces deux pays ont bénéficié de leurs dévaluations dans la première moitié des années 1990, mais l'ajustement budgétaire a été plus important en Italie (6,5 points de PIB de 1992 à 1998) qu'en Espagne (4,8 points). Malgré la baisse sensible des taux d'intérêt, la hausse de la fiscalité intervenue de 1993 à 1997 semble avoir brisé le dynamisme italien.

En Espagne, la demande intérieure est restée soutenue, mais la dégradation de l'environnement international a fait reculer le taux de croissance du PIB d'un glissement annuel de 4 % à la mi-1998, à 3,2 % aux quatrième trimestre et premier trimestre de 1999. L'entrée dans l'Union monétaire a constitué un accélérateur de croissance pour l'Espagne, qui a bénéficié d'une baisse importante de ses taux d'intérêt. La croissance engendre des rentrées fiscales et le déficit public se réduit. Le ralentissement des exportations et la vigueur des importations dues au dynamisme de la demande intérieure ont creusé le déficit courant, qui représente 1 point de PIB en 1999. A court terme, l'appartenance à l'Union monétaire autorise la prolongation d'écarts conjoncturels, les taux d'intérêt n'ayant pas à être relevés pour défendre la devise et pouvant même baisser en termes réels. A moyen terme, la compétitivité espagnole pourrait s'en trouver dégradée.

L'économie britannique, après avoir frôlé la récession à la fin de 1998, a connu un regain de croissance en 1999. La demande intérieure a soutenu la croissance. Les exportations

ont recommencé à tirer la croissance à partir du deuxième trimestre. Le PIB a augmenté de 0,7 % au deuxième, puis de 0,8 % au troisième trimestre. Le rythme de croissance devrait être resté vigoureux au quatrième trimestre. La Banque d'Angleterre a relevé ses taux par deux fois à l'automne dernier. Depuis, les enquêtes dans l'industrie et la confiance des ménages ont marqué le pas.

Les enquêtes de la Commission européenne confirment l'orientation favorable de la conjoncture industrielle en novembre. Les perspectives de production dans l'industrie sont orientées à la hausse dans tous les pays ; elles restent toutefois relativement faibles au Royaume-Uni et en Allemagne. Les carnets de commandes totales et étrangères se regarnissent. Les taux d'utilisation redeviennent proches de la normale. La confiance des industriels de l'UE n'a cependant pas encore retrouvé ses niveaux de la fin 1997-début 1998.

Dans l'ensemble de l'UE, la confiance des consommateurs est restée stable en novembre après deux mois de hausse ; les soldes d'opinions sont désormais supérieurs à ceux des dix dernières années. Cet indicateur a continué de s'améliorer en France, par contre il s'est nettement replié au Royaume-Uni.

En novembre l'indice des prix de la zone euro a augmenté de 1,6 % en glissement sur un an. L'inflation reste modérée, même si elle connaît une certaine accélération (elle n'était que de 1 % en 1998). L'inflation est particulièrement faible en Suède (0,8 %), en France et en Autriche (1 %). Elle est plus forte aux Pays-Bas (2,2 %), en Espagne (2,7 %) ou en Irlande (3 %), trois pays à croissance rapide, ainsi qu'en Italie (2 %) et au Danemark (2,7 %). Si les prix de l'énergie poussent l'indice à la hausse, les prix industriels continuent de ralentir (0,5 % en glissement annuel en octobre, 0,9 % un an plus tôt).

Les progressions de salaires individuels restent modérées, généralement de l'ordre de 1 % l'an en terme réel. L'Italie, l'Espagne et la Suède connaissent même des stagnations du pouvoir d'achat du salaire. Par contre, la hausse du pouvoir d'achat du salaire atteint 1,7 % en Allemagne et même 3,0 % au Royaume-Uni, ce qui préoccupe la Banque d'Angleterre.

Le chômage recule depuis deux ans. La baisse atteint 1,7 point dans la zone euro en octobre par rapport au deuxième trimestre de 1997 ; le taux de chômage est de 9,9 %, soit le taux le plus bas depuis la fin de 1992. L'Espagne reste le pays où le taux de chômage est le plus fort, mais c'est aussi celui où il a connu la plus forte baisse (5 points en deux ans) ; la baisse a aussi été particulièrement forte en Irlande et en Suède (3 points). La diminution du chômage et les créations d'emplois devraient soutenir la consommation en 2000.

Des politiques budgétaires proches de la neutralité

L'Europe affiche maintenant un fort excédent budgétaire primaire structurel, c'est-à-dire corrigé des effets de la conjoncture et hors charges d'intérêt. En 1999, celui-ci atteignait 2,9 points de PIB pour la zone euro et 3,2 points pour l'UE. Pour l'ensemble de la zone euro, la politique budgétaire serait neutre en 2000 (après une impulsion négative de 0,2 point de PIB en 1999). La plupart des pays attendent le retour à l'équilibre budgétaire de l'amélioration de la conjoncture économique et de la décade des charges d'intérêt. La contrainte du Pacte de stabilité s'estompe. La Finlande est le seul pays à pratiquer une politique budgétaire restrictive (de 0,8 point de PIB). En sens inverse, la politique budgétaire donne une impulsion positive en Autriche (de 0,6 point de PIB), en Belgique (0,5 point) et surtout en Suède (1,4 point). Par contre, la politique budgétaire n'est guère utilisée pour

résorber les différences de situations conjoncturelles : l'Italie et l'Allemagne pourraient mener une politique expansionniste et l'Espagne une politique restrictive ; en fait, l'Italie met en œuvre une politique neutre, l'Allemagne une politique légèrement restrictive (de 0,2 point de PIB), l'Espagne une politique légèrement expansionniste (0,3 point). Toutefois, la plupart des pays pratiquent un contrôle strict des dépenses afin de gagner des marges de manœuvre pour baisser les impôts ; depuis 1995, la croissance des dépenses primaires est ainsi particulièrement faible en Suède, au Royaume-Uni et en Allemagne. Globalement, la zone euro a connu un excédent de la balance des paiements courants de 0,8 point de PIB en 1999. Mais certains pays restent nettement déficitaires : Espagne (1,1 point de PIB), Autriche (2,6 points) et Portugal (7,1 points). En Union monétaire, ces déficits sont financés sans risque de crise de confiance. La politique monétaire, neutre pour la moyenne de la zone, est nettement expansionniste pour les pays qui sont déjà en forte croissance. Les écarts de taux d'intérêt sur les titres publics de long terme sont extrêmement faibles dans la zone euro : 0,3 point au maximum entre l'Allemagne et l'Italie. Cet écart n'est guère influencé par le niveau de la dette publique ou la situation conjoncturelle. Le système manque de mécanismes de régulation, mais cela n'apparaît pas en période faste.

Des lendemains de fête qui chantent ?

Les prévisions regroupées dans le consensus de décembre, celles de l'OCDE et de la Commission européenne, ne sont guère éloignées de notre prévision d'octobre : elles convergent vers 3 % en Europe en 2000. L'Irlande, l'Espagne et la Finlande resteraient nettement au-dessus de la moyenne ; le Danemark et l'Italie nettement en dessous. Cet optimisme consensuel régnait aussi à la réunion d'automne de l'AIECE (Association d'Instituts Européens de Conjoncture Economique). Le point d'interrogation majeur portait sur la vigueur de la reprise italienne, notamment sur la capacité de ce pays à retrouver un fort dynamisme à l'exportation.

Trois risques principaux pourraient compromettre le scénario de « décollage en douceur de l'Europe dans un environnement dynamique ». Le déficit extérieur américain atteint plus de 3 points de PIB, alors que le Japon et l'Europe sont excédentaires. La reprise pourrait rendre insoutenable un tel déséquilibre, déstabilisant les marchés financiers, et induisant une brusque chute du dollar vis-à-vis de l'euro. Le maintien du prix du pétrole à son niveau actuel de 25 dollars pourrait rendre les tensions inflationnistes plus durables et entraîner un certain durcissement des politiques monétaires. La hausse des marchés boursiers, notamment européens, qui s'est accélérée depuis la mi-octobre, a atteint près de 30 % durant l'année 1999 ; la baisse de début janvier n'est sans doute qu'une simple prise de bénéfices sans graves répercussions. Mais une correction de l'ordre de 20 % du prix des actifs américains et européens pourrait induire une baisse à court terme de 0,8 point de PIB aux États-Unis, où les effets de richesse ont un rôle important, de 0,4 point en Europe et de 0,5 point dans les pays de l'OCDE⁽²⁾.

La dynamique à l'œuvre ressemble actuellement à celle qui s'est développée aux États-Unis : une croissance vigoureuse sans inflation grâce à la modération salariale ; une forte progression des actifs financiers, qui devrait maintenant soutenir la consommation ; une politique monétaire favorable ; des déficits publics réduits grâce à la croissance. L'espoir d'un « nouvel âge » de l'économie européenne s'ébauche.

(2) LATREILLE T., 1999, « Quand la bulle éclatera », *Lettre de l'OFCE*, n° 183, mars.

2000, L'ANNÉE TEST POUR LA BCE

Il est généralement admis que la politique monétaire n'exerce son plein effet sur l'économie qu'avec un délai d'au moins une année. A mesure que l'on progressera dans l'an 2000, la Banque centrale européenne va donc se trouver de plus en plus confrontée aux résultats de ses décisions. Le vrai test de crédibilité de l'organisme va supplanter les procès d'intentions. En attendant, tentons de faire le point sur cette année de rodage et d'évaluer ce que pourrait être l'attitude de la BCE durant la dernière année du millénaire.

Remarquons tout d'abord que la BCE n'a pas créé son environnement mais qu'elle a hérité d'une situation léguée par le système européen de banques centrales (SEBC). Si l'on se replace à fin 1998, on se rappellera l'irritation alors causée par la raideur de la Banque d'Italie, peu pressée de voir converger les taux d'intérêt, puis la baisse inattendue des taux vers 3 %, destinée à faciliter l'entrée en lice de la future BCE. En dépit de cette baisse, on peut soutenir que l'entrée dans 1999 s'est faite avec des taux d'intérêt trop élevés par rapport à ce qu'exigeait l'activité de la zone euro.

Les premiers mois de fonctionnement de la BCE ont été l'objet d'intenses tractations externes et internes, n'autorisant pas d'initiatives immédiates. Face au ralentissement issu de la crise asiatique, les autorités budgétaires ont appelé à la détente monétaire, l'attaque allemande surprenant par sa vigueur inhabituelle. Les premiers bulletins mensuels de la BCE ont inquiété par leur tonalité austère, manifestement déphasée eu égard aux inquiétudes déflationnistes du moment. La baisse des taux décidée le 4 avril a d'autant plus surpris par son ampleur (0,5 point) : la conjoncture allemande fut soupçonnée d'y avoir joué un rôle excessif ; les pays périphériques de la zone, en pleine reprise, l'ont alors jugée trop forte et trop tardive.

Sept mois après, le taux d'intervention est rétabli à 3 %. Entre-temps, la crise asiatique s'est résorbée, le commerce international est reparti et la hausse du pétrole fait grimper les indices de prix. Selon la moyenne des prévisions recueillies par la BCE, l'indice harmonisé s'élèverait de 1,5 % en 2000, après 1,2 % en 1999. La croissance des pays de l'UEM avoisinerait 3 %, soit davantage que la croissance potentielle. L'écart au potentiel, estimé proche de 1 % par l'OCDE, se verrait donc réduit cette année, et probablement annulé l'an prochain. Cette perspective entraînerait l'inflation entre 1,5 % et 2 % vers la fin de 2001. On peut cependant douter de cette estimation de l'écart au potentiel, quand on sait que, par ailleurs, les services de la Commission ont estimé qu'une reprise durable de l'investissement, telle qu'elle se dessine aujourd'hui, pourrait porter la croissance potentielle entre 3 % et 3,5 % l'an.

La BCE a laissé entendre qu'elle prenait surtout en compte l'inflation sous-jacente, débarrassée des effets d'offre erratiques, laquelle n'est que d'à peine 1 %. Cependant, elle se préoccupe des risques de transmission aux salaires des hausses temporaires de prix, et les négociations d'ici au printemps prochain dicteront en partie son comportement. Pour le moment, les perspectives de hausses nominales de salaires demeurent modestes, même si les phases de vive reprise sont souvent propices au dégel des revendications.

L'application d'une règle de Taylor permettant de fixer les taux d'intérêt de court terme en fonction des écarts respectifs à la cible d'inflation et au potentiel de production conduirait à des résultats somme toute proches de ce qui est réalisé, mais inférieurs à ce qui est généralement anticipé : si l'on admet un taux d'intérêt réel d'équilibre équivalant au taux de croissance potentielle, soit 2 % à 2,5 % et une cible d'inflation de 1,5 %, le retour progressif au potentiel, selon la mesure OCDE, justifierait une remontée des taux courts nominaux, de 3 % actuellement à 3,5 % - 4 % en 2001. Or les taux courts anticipés par les marchés se sont récemment situés entre 4 % et 4,5 % à fin 2000 et vers 5 % à fin 2001. Quant aux taux nominaux à long terme, actuellement proches de 5,5 %, leur comparaison avec celui des obligations indexées françaises fait ressortir une inflation anticipée d'environ 2 %, apparemment plus forte que celle envisagée par la BCE.

Les expériences anglo-saxonnes donnent aujourd'hui l'impression que la règle de Taylor ne suffit plus à guider le comportement des banques centrales, qui, souhaitant rester en avance sur l'inflation des biens et services, observent avec inquiétude l'emballement du prix des actifs : Bourse aux Etats-Unis et immobilier au Royaume-Uni. La valorisation des actifs reste en retrait dans la zone euro, mais elle s'est récemment accélérée. La BCE y consacre à présent davantage de commentaires, et pourrait bien en tirer un biais restrictif.

Elle peut, à cet égard, s'appuyer sur l'autre pilier de son appréciation des risques inflationnistes que constituent les agrégats monétaires. M3 se gonfle à 6 % l'an, alors que l'objectif retenu à moyen terme et réitéré pour 2000 est de 4,5 %. La contrepartie crédits privés a progressé de 11 % sur un an en novembre, une évolution sans doute exagérée par les retraitements auxquels se livre la BCE, mais qui n'en est pas moins jugée préoccupante. Les origines en sont multiples : fusions-acquisitions et investissements directs à l'étranger conduisant souvent à des sorties de capitaux (donc exclus de la monnaie), opérations boursières et immobilières, demande de liquidités en prévision du bogue. La détention d'actifs liquides s'est aussi renforcée avec la baisse des taux d'intérêt, comme le montre la vive progression de M1. A présent que les taux d'intérêt remontent et que le passage à l'an 2000 s'est effectué avec succès, la BCE va se montrer beaucoup plus vigilante sur l'évolution monétaire. Si, d'ici trois mois, M3 ne montre pas de ralentissement significatif, il faut s'attendre à un sérieux tour de vis, même si l'inflation ne s'écarte pas des anticipations modérées émises par les professionnels interrogés par la BCE.

Paradoxalement, un regain de vigueur de l'euro, qui atténuerait à terme les risques d'inflation importée, n'empêcherait nullement la hausse des taux courts. Associé à de moindres sorties de capitaux vers le monde anglo-saxon ou au retour des investisseurs japonais reprenant confiance dans l'UEM, il cesserait de freiner, comme en 1999, la croissance monétaire, pour la rapprocher de celle du crédit. La BCE aura alors besoin de tous ses talents de communication pour convaincre les gouvernements et l'opinion publique de la justesse de sa méthode.

PHILIPPE SIGOGNE

Directeur du département Analyse et Prévision