



HAL
open science

La Banque centrale européenne ou le Seigneur des euros

Jérôme Creel, Jacky Fayolle

► **To cite this version:**

Jérôme Creel, Jacky Fayolle. La Banque centrale européenne ou le Seigneur des euros. Lettre de l'OFCE, 2002, 215, pp.1-8. hal-01017808

HAL Id: hal-01017808

<https://sciencespo.hal.science/hal-01017808>

Submitted on 3 Jul 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.

LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE OU LE SEIGNEUR DES EUROS

Jérôme CREEL et Jacky FAYOLLE

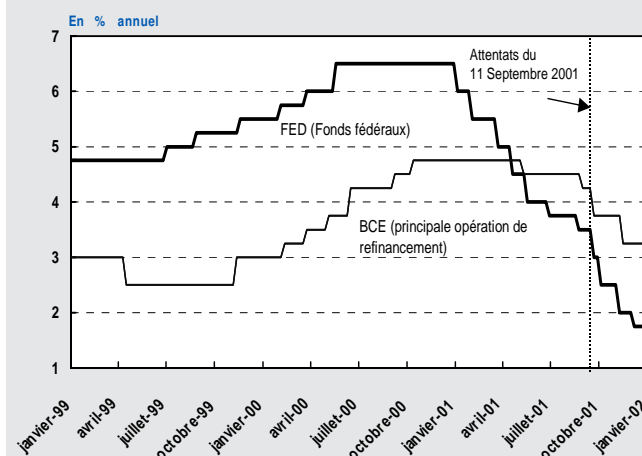
Département des études

Les débuts de la Banque centrale européenne (BCE) livrent une impression mitigée, dont sa relative inexpérience n'est sans doute pas la seule cause. Les statuts de la BCE et les conditions qui ont présidé à sa création ont en effet pesé lourdement dans la définition de ses références, à savoir la fixation d'un objectif d'inflation très bas. La BCE n'a certes pas vraiment failli, elle a même accompagné plutôt adroitement au cours de l'année 1999 la sortie de l'économie européenne du « trou d'air » causé par l'impact de la crise asiatique. Cet épisode lui a permis de manifester sa vigilance à l'égard du risque déflationniste et d'afficher la réalité, *a priori* incertaine, d'une borne inférieure à la fourchette-cible d'inflation : comme l'a alors déclaré le chef économiste de la BCE, Otmar Issing, en s'appuyant sur une lecture pointilleuse du texte de référence, l'objectif d'une croissance annuelle des prix à la consommation de la zone euro inférieure à 2 % signifie aussi l'exclusion d'une inflation négative. En dépit de ces efforts de clarification et d'adaptation, les opérateurs et les commentateurs n'ont semblé accorder à la BCE qu'une confiance limitée. Les expressions publiques de ses dirigeants, révélant leurs discordances et leurs tâtonnements, ont été commentées avec une certaine ironie. Cette impression s'est renforcée durant l'été 2000, lorsque les déclarations et les interventions unilatérales de la BCE s'avèrent impuissantes à contrer la baisse de l'euro et qu'il fallut attendre une intervention coordonnée avec les banques centrales américaine et japonaise, en septembre, pour obtenir enfin une stabilisation plus significative, quoique de faible durée. Les interventions unilatérales de la BCE qui ont suivi cet épisode coordonné se sont de nouveau révélées décevantes.

Les tergiversations de la BCE ne sont pas non plus apparues à son avantage quand il a fallu près de six mois à ses autorités pour envisager une baisse d'un quart de point de son principal taux directeur, en mai 2001, et qu'une nouvelle baisse, de même ampleur, n'est intervenue qu'à la fin du mois d'août. Depuis la fin de l'année 2000, le retournement cyclique intervenu aux Etats-Unis faisait en effet craindre un

ralentissement consécutif de la croissance européenne. Ces baisses limitées et espacées n'ont pas donné une indication claire sur l'orientation de l'action de la BCE. Privilégiant la prudence face aux résurgences inflationnistes ponctuelles, celle-ci a gardé le cap d'une gestion rigide des taux d'intérêt, qui n'a pas permis de contrer préventivement la décélération de l'activité européenne au cours de l'année 2001. A la mi-septembre, la BCE a décidé une baisse plus importante, d'un demi point, mais cette décision est apparue davantage comme une concession à la situation créée par les attentats aux Etats-Unis que comme l'engagement d'une action résolue contre la menace récessive. C'est seulement en novembre qu'une nouvelle baisse sera consentie, ce qui contraste avec l'action plus franche et continue de la FED, laquelle aura baissé son taux directeur par deux fois, au total d'un point, dans le mois suivant les attentats, et confirmé ensuite cette orientation baissière (graphique 1).

GRAPHIQUE 1 : TAUX DIRECTEURS DE LA FED ET DE LA BCE



Source : Datastream.

Trois ans de politique monétaire...

Porter une appréciation sur la politique effectivement menée par la BCE depuis le démarrage de la zone euro, en janvier 1999, est malaisé. L'expérience est encore courte et la référence permettant d'évaluer la performance de cette politique n'est pas clairement établie. Néanmoins, en trois ans, la politique de la BCE a presque parcouru un cycle complet, si l'on en juge par la trajectoire de son principal taux directeur (le taux des opérations principales de refinancement), à proximité duquel oscille le taux du marché au jour le jour (graphiques 1 et 2). Ce cycle est, au premier degré, décomposable en quelques phases successives :

— Du lancement de l'euro à l'automne 1999, la politique monétaire adopte une posture accommodante, afin de faire face à la menace déflationniste engendrée par la crise asiatique et sa propagation. Le principal taux de refinancement, situé à 3 % lors de l'entrée dans l'euro, est ramené à 2,5 % d'avril à novembre 1999. Les taux d'intérêt aux échéances plus longues se redressent au fur et à mesure que la menace déflationniste s'éloigne.

— La politique monétaire s'est ensuite progressivement resserrée pendant un an, amenant le taux de refinancement à 4,75 % à l'automne 2000. Ce resserrement ne se diffuse que partiellement aux taux associés à des échéances plus longues. Les taux des obligations publiques à cinq ou dix ans tendent à se stabiliser dès le début 2001, ce qui témoigne d'anticipations d'inflation peu actives. A l'automne 2001, la courbe des taux par échéance s'en trouve fort aplatie. Ceci intervient très précocement alors que l'expansion européenne est encore loin de sa maturité et ne peut d'emblée être considéré comme un indice de crédibilité de la BCE.

— La BCE a ensuite stabilisé son action. Le taux de refinancement est resté au niveau de 4,75 % jusqu'en mai 2001. Mais cette stabilité apparente s'est accompagnée d'une inversion partielle de la structure des taux d'intérêt : au cours de 2001, les taux à un an sont devenus inférieurs aux taux à trois mois, et ceux-ci sont restés à proximité mais plutôt en dessous des taux au jour le jour. Les opérateurs financiers semblaient escompter un relâchement de la politique monétaire, lequel se faisait attendre.

— Un léger repli du taux de refinancement intervient en mai 2001, à 4,5 %, puis, fin août, à 4,25 %. Il est relayé par une baisse plus substantielle, sous la pression du climat créé par les attentats de septembre 2001 et par la menace récessive qu'ils accentuent. Fin 2001, le taux se situe à 3,25 %. La courbe des taux par échéance est en cours de redressement, mais, fin 2001, les taux à un an correspondent toujours au minimum de la courbe. L'attente du relâchement n'est pas encore pleinement satisfaite.

Cette oscillation complète, en trois ans, du principal taux directeur de la BCE est à l'image des fluctuations européennes : les cycles sont vraiment raccourcis. Mais on ne peut qu'être frappé par le fait que ce mini-cycle apparaît reproduire, en le décalant et en l'amortissant, le mouvement analogue qui intervient aux Etats-Unis — au terme, évidemment, d'une histoire des années 1990 fort différente pour ce pays (graphique 1).

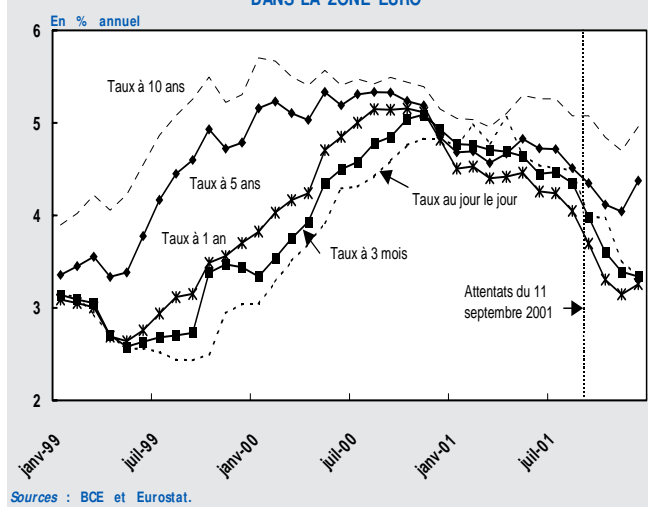
Le *timing* de la politique monétaire européenne peut être apprécié diversement, selon la référence choisie, et cette

difficulté d'évaluation complique sans doute pour la BCE l'acquisition de sa crédibilité. On peut en effet le rapporter :

- aux données observables de la conjoncture de la zone euro.
- aux évolutions contemporaines de la politique monétaire américaine et de ses effets sur les marchés financiers internationaux.
- de manière plus artificielle, mais éclairante, à l'épisode de durcissement transitoire mais prononcé qu'a connu la politique monétaire américaine en 1994, que n'est pas sans évoquer la restriction monétaire européenne de l'année 2000 : dans quelle mesure la réaction de la BCE fait-elle preuve d'originalité, ou de similarité, par rapport à celle de la Fed d'alors ?

Ces trois modes de lecture sont adoptés successivement.

GRAPHIQUE 2 : TAUX D'INTERÊT À DIFFÉRENTES ÉCHÉANCES DANS LA ZONE EURO



... fonction de conditions internes...

Le graphique 3 présente l'évolution mensuelle comparée du taux de refinancement de la BCE et de l'inflation de la zone euro, mesurée par le glissement annuel de l'indice harmonisé des prix à la consommation. L'inflation sous-jacente est mesurée par ce glissement, hors les postes de l'énergie, de l'alimentation, du tabac et de l'alcool. Le graphique 4 présente (sur l'ensemble des années 1990, ce qui permet de mieux mettre en perspective la chronique des fluctuations européennes) les variations trimestrielles du PIB de la zone euro et les contributions, à ces variations, de la demande intérieure et des exportations de la zone¹.

La BCE a visiblement réagi très rapidement à l'accélération apparente de l'inflation. La première hausse de taux, en novembre 1999, intervient alors que depuis l'été le glissement

1. La contribution d'un poste de demande à la variation du PIB correspond à la variation spécifique de ce poste, pondérée par la part de ce poste dans le PIB de la période précédente. En mettant l'accent sur la contribution des seules exportations, on attire l'attention sur les impulsions primaires en provenance de la demande externe pour les rendre plus comparables à celles de la demande interne.

de l'indice des prix passe progressivement d'un rythme de 1 % à 1,5 % l'an. Mais, sur l'inflation sous-jacente, il est bien difficile de repérer une telle inflexion haussière. Les mois suivants, l'accélération de l'indice des prix se poursuit plus ou moins régulièrement, nourrie jusqu'au printemps 2001 par les chocs pétrolier et alimentaire. Elle approche alors un pic de 3,5 % l'an avant de se replier en direction du seuil de 2 %. Sur cette même période, l'accélération de l'inflation sous-jacente est à la fois décalée et amortie par rapport à celle de l'inflation courante. Elle ne franchit le seuil critique de 2 % l'an qu'à l'été 2001. Jusqu'à l'automne 2000, l'accélération apparente de l'inflation suscite une hausse plus que proportionnelle du taux de refinancement, qui élève le taux court réel. L'aversion à l'inflation est apparemment bien là !

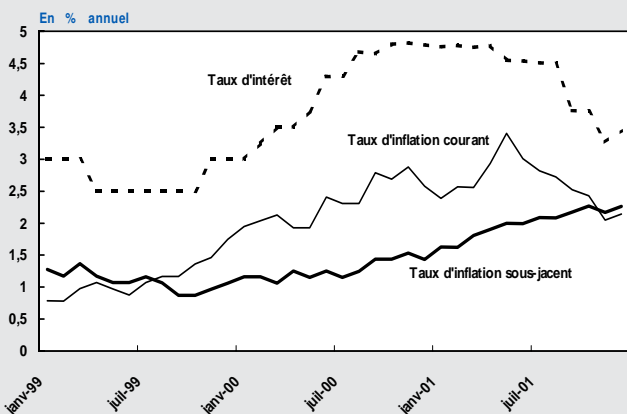
Evidemment, il est difficile de conclure au vu de ce seul graphique : la BCE a-t-elle correctement anticipé le risque d'accélération tendancielle de l'inflation, qui se manifeste effectivement en 2000-2001 et qui se serait encore plus manifesté si elle n'avait pas agi préventivement ? Ou la réalité de ce mouvement, aussi modéré soit-il lorsqu'on considère l'inflation sous-jacente, révèle-t-elle l'impuissance de la BCE à

contrer la résurgence inflationniste (par exemple, si son action, en freinant les perspectives de croissance, a nourri de manière perverse l'inflation importée en déprimant l'euro) ?

L'examen du graphique 4 donne quelques indications à cet égard. Une fois passé le trou d'air consécutif à la crise asiatique, le pic de la croissance européenne est atteint à la jonction des années 1999 et 2000. Dès le printemps 2000, le ralentissement de la croissance du PIB européen est sensible et s'affirme progressivement. C'est le ralentissement de la demande interne qui en est clairement le moteur sur le second semestre 2000, alors que la contribution des exportations reste à bon niveau tout au long de cette année-là. Début 2001, la contribution des exportations chute brutalement et fortement. Mais elle vient relayer et amplifier un mouvement qu'elle n'a pas initialement impulsé.

Jusqu'à l'automne 2000, la politique monétaire européenne s'est donc significativement resserrée, alors que le ralentissement de la croissance européenne était déjà engagé, prioritairement sur des bases internes, et que la phase d'expansion n'avait pas été assez consistante et durable pour amener le produit européen franchement au-dessus de son niveau potentiel (non inflationniste), tel qu'il est généralement estimé. D'après l'OCDE par exemple, ce niveau potentiel est à grand peine atteint en 2000-2001, alors que les Etats-Unis ont vécu toute la seconde partie des années 1990 au-dessus de ce niveau potentiel. Il est difficile de percevoir dans la configuration macroéconomique européenne de l'année 2000 un risque élevé d'accélération prononcée de l'inflation sous-jacente d'origine interne. L'hypothèse que la politique monétaire européenne ne contre pas le ralentissement précoce de l'expansion (pour employer une expression prudente) est plutôt corroborée par cette première approche.

GRAPHIQUE 3 : TAUX D'INFLATION ET D'INTERÊT DANS LA ZONE EURO



Sources : BCE et Eurostat.

N.B. : Taux d'intérêt : principal taux de refinancement (BCE) ; taux d'inflation courant : taux d'inflation (t/t-12) selon l'indice des prix harmonisé à la consommation ; taux d'inflation sous-jacent : taux d'inflation sous-jacent (t/t-12) selon l'indice des prix harmonisé à la consommation.

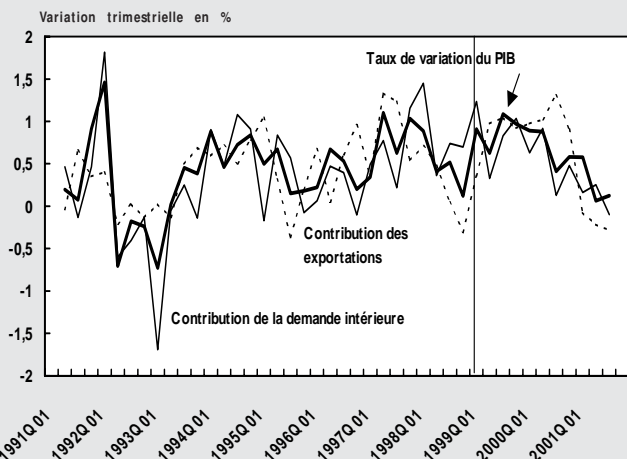
... ou suiviste vis-à-vis de la FED ?

On peut, très simplement, rapprocher les taux courts et longs de la zone euro de leurs homologues américains (graphiques 5 et 6, pour l'ensemble des années 1990 et le zoom sur les trois années d'existence de la zone euro). Déjà, le graphique 1, qui rapproche, en termes hebdomadaires, le taux de refinancement de la BCE du taux des Fed Funds suggère une adaptation décalée et amortie (avec un retard pouvant approcher les six mois) des décisions européennes aux impulsions de la politique monétaire américaine.

Evidemment, la prudence est de mise et il serait outrancier de conclure à un suivisme passif, quoique renâclant, de la BCE. Le contexte de cette époque est en effet celui d'une resynchronisation partielle des économies américaine et européenne, qui se retrouvent ensemble en expansion. Bien sûr l'économie américaine, jusqu'en 2000 inclus, part d'un niveau d'activité plus élevé et reste plus dynamique que celle de la zone euro : le différentiel d'activité et de croissance est toujours en sa faveur. Il n'est donc pas anormal que les taux courts américains devancent leurs homologues européens et que le cours de l'euro par rapport au dollar soit plutôt baissier, qu'il soit influencé par les perspectives comparées de croissance ou par l'écart de taux d'intérêt.

L'interrogation qu'on peut avoir porte sur le bien-fondé d'une hausse sensible des taux d'intérêt européens

GRAPHIQUE 4 : CONTRIBUTIONS DES COMPOSANTES DE LA DEMANDE À LA CROISSANCE DU PIB DE LA ZONE EURO



Source : Eurostat.

accompagnant finalement au cours de l'année 2000 la hausse engagée des *Fed funds*, alors que l'expansion européenne n'a clairement pas la même maturité que la croissance américaine. Sans qu'il s'agisse d'un suivisme étroit, la BCE peut avoir pris en compte, dans ses décisions, les risques inflationnistes associés à la trajectoire plus synchrone de l'économie mondiale entraînée par le dynamisme américain. L'inflation importée d'origine « réelle », suscitée par les tensions entre la demande et l'offre à l'échelle mondiale (les tensions pétrolières en étant un élément), et l'inflation importée d'origine monétaire (la baisse de l'euro causée par les meilleures perspectives de croissance américaine et l'attraction ainsi exercée sur les investisseurs, notamment européens) auraient alors pesé lourd dans les motivations, au moins implicites, de la BCE. La situation interne de la zone euro ne paraissait guère faire peser le risque d'un enchaînement inflationniste qui amplifie, via la boucle prix-salaires, le regain d'inflation importée. Cette vision du comportement de la BCE complète donc la première approche, mais elle met l'accent sur la difficulté, pour la BCE, à tenir l'équilibre entre l'adaptation à la conjoncture mondiale et la prise en compte de la réalité européenne.

Dans le même temps, le mouvement des taux longs européens paraît prioritairement lié à la conjoncture des marchés mondiaux, si l'on prend les taux longs américains comme représentatifs de celle-ci. Aux Etats-Unis, le resserrement de la politique monétaire, de l'été 1999 à l'été 2000, est justifié par la sensible accélération de l'inflation² et par la poursuite de l'exubérance financière, au cours du *boom* terminal de l'expansion. La réaction de la Fed est suffisamment vigoureuse pour renverser les anticipations d'inflation et le cours haussier des taux longs. Elle entraîne ainsi, de l'été 2000 au printemps 2001, une inversion de la structure des taux (le taux à 10 ans devient inférieur au taux des *Fed funds*), laquelle contribue classiquement au retournement cyclique. Les taux longs européens, qui ne témoignent guère de fortes anticipations de croissance et d'inflation, accompagnent, en l'amortissant quelque peu, le mouvement des taux américains, tout en leur restant inférieurs. La zone euro connaît alors un aplatissement marqué de la courbe des taux par échéance, ce qui, comme on l'a déjà relevé, paraît prématuré compte tenu du stade encore précoce de sa phase d'expansion.

Côté taux courts comme côté taux longs, la zone euro paraît ainsi plus subir les contraintes de la conjoncture mondiale qu'elle ne semble faire preuve d'une véritable autonomie. L'impact n'en doit certes pas être exagéré. En moyenne dans la zone, la contrainte monétaire est bien plus relâchée que dans les années antérieures à l'unification monétaire, si l'on prend en compte à la fois le niveau des taux d'intérêt et la dépréciation de l'euro. Cet allègement a joué pour nourrir l'expansion européenne retrouvée et le début de son auto-entretien par les créations d'emplois. Mais, ensuite, le *timing* de la politique monétaire et de l'ajustement des taux ne paraît guère adapté à la consolidation de cette expansion.

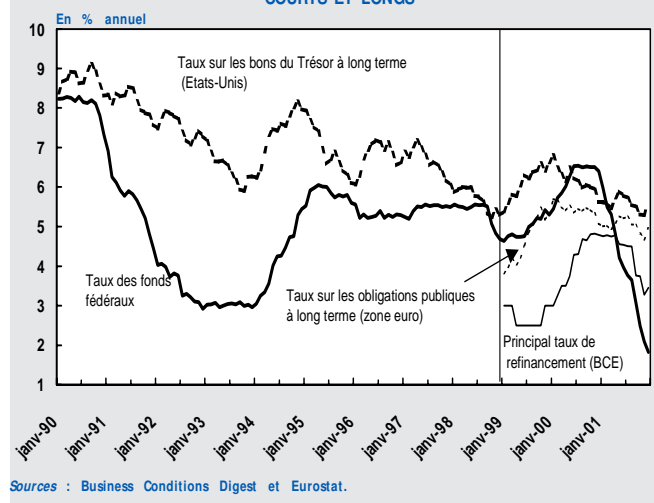
Conditions structurelles d'une politique monétaire préventive

En 1994, encore tôt dans sa phase d'expansion, l'économie américaine a connu un épisode de resserrement monétaire, qu'il n'est pas sans intérêt d'analyser au regard du comportement de la BCE : d'une part, cet épisode pèse lourd dans les ajustements économétriques effectués pour révéler ce qu'a pu être la règle de taux d'intérêt de la Fed au cours des années 1990 ; d'autre part, ce resserrement intervient à un moment de l'expansion et avec une intensité qui rappellent l'expérience européenne récente. Celle-ci relève-t-elle vraiment de l'anomalie, ce que suggèrent les remarques précédentes ?

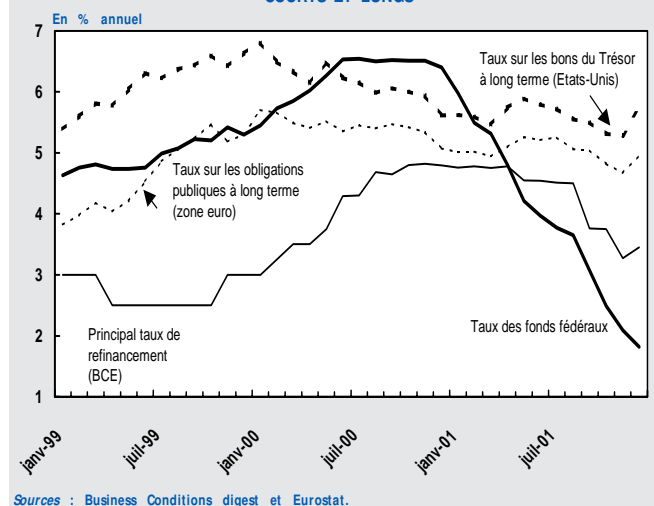
Les graphiques 7 et 8 superposent ces deux expériences américaine et européenne, en faisant coïncider les deux mois (janvier 1994 pour les Etats-Unis, novembre 1999 pour la zone euro) qui marquent le début du resserrement monétaire, et en rapprochant ce resserrement d'une part de l'inflation, d'autre part du taux de chômage.

2. Celle-ci est nettement plus élevée qu'en Europe. L'inflation américaine oscille, en glissement annuel, entre 3 et 4 % l'an au cours de l'année 2000. L'inflation sous-jacente saute d'un rythme de 2 % l'an en 1999 à un rythme de l'ordre de 2,5 % l'an en 2000.

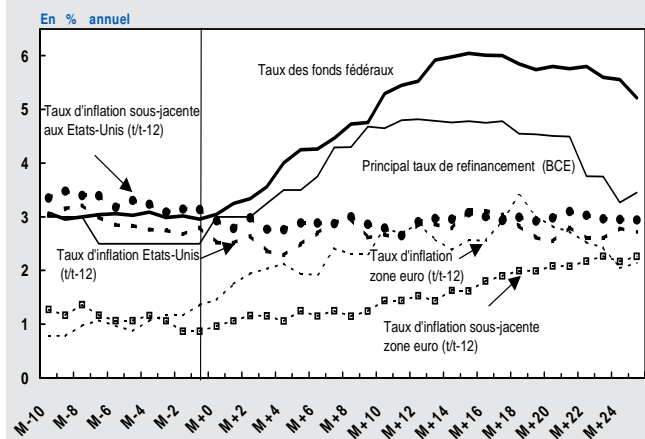
GRAPHIQUE 5 : TAUX D'INTÉRÊT EUROPÉENS ET AMÉRICAINS, COURTS ET LONGS



GRAPHIQUE 6 : TAUX D'INTÉRÊT EUROPÉENS ET AMÉRICAINS, COURTS ET LONGS



GRAPHIQUE 7 : TAUX D'INTÉRÊT ET D'INFLATION EUROPÉENS ET AMÉRICAINS

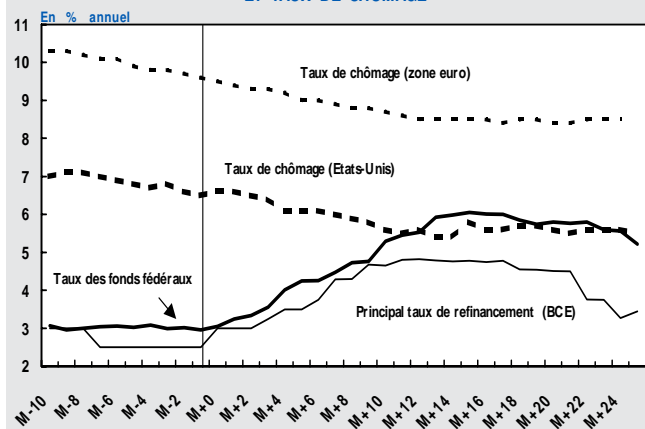


Sources : Business Conditions Digest et Eurostat.
 N.B. : M+ 0 correspond au mois de janvier 1994 pour les Etats-Unis et au mois de novembre 1999 pour la zone euro.

pu se redresser. Si ce schéma est valide, c'est la réactivité de la politique monétaire américaine et sa capacité à influencer sur les taux longs (lesquels amplifient la hausse des taux courts tant que le soupçon inflationniste domine) qui caractérisent cette politique. La FED « dégage » plus vite que les marchés financiers n'ajustent leurs anticipations ; ensuite, ces derniers s'adaptent en surréagissant aux décisions monétaires ; la transmission de celles-ci à l'économie est donc particulièrement efficace. Si les marchés anticipaient pleinement la politique monétaire, les taux longs ne devraient pas varier autant lorsque les taux courts varient.

Évaluée à cette aune-là, la politique monétaire européenne menée en 1999-2000 n'apparaît ni spécialement préventive, ni particulièrement efficace. Les taux courts européens n'augmentent pas plus que les taux américains en 1994, alors que l'accélération de l'inflation, sans être spectaculaire, est néanmoins sensible en Europe mais pas aux Etats-Unis, et que la baisse du taux de chômage est d'ampleur tout à fait semblable aux Etats-Unis et dans la zone euro, sur la période qui précède et recouvre l'intervalle de hausse des taux (graphique 8). L'action de la BCE sur la formation des taux longs est visiblement moins convaincante que celle de la FED. A partir de la fin 1999, l'orientation des taux longs européens est hésitante : leur montée s'interrompt. Toutefois, si les craintes d'une résurgence inflationniste manifeste et persistante étaient restées fondées, cette montée aurait dû accompagner le resserrement monétaire qui n'a pris fin qu'à l'automne 2000 ; à l'inverse, ils ne baissent pas non plus franchement, avant l'automne 2000, ce qu'ils auraient fait si la BCE avait convaincu de l'efficacité rapide de sa restriction monétaire. Ils suivent, en l'amortissant, la tendance baissière américaine. La BCE a, ainsi, bien du mal à imprimer sa marque propre sur l'orientation des taux longs européens.

GRAPHIQUE 8 : TAUX D'INTERVENTION DES BANQUES CENTRALES ET TAUX DE CHÔMAGE



Sources : Business Conditions Digest et Eurostat.
 N.B. : M+ 0 correspond au mois de janvier 1994 pour les Etats-Unis et au mois de novembre 1999 pour la zone euro.

Curieusement, cette comparaison reviendrait à reprocher à la BCE de ne pas pouvoir et de ne pas savoir être aussi adroitement préventive dans l'exercice de la restriction que la FED... Evidemment, ce reproche a son pendant, à savoir l'inertie de la BCE, comparativement au caractère résolu du relâchement monétaire américain face à la menace récessive tout au long de 2001. Il faut cependant noter que la réactivité de la FED n'est pas incompatible avec un gradualisme de son action (une séquence rapprochée de décisions allant dans le même sens et informant clairement sur l'orientation qui prévaut), tandis que l'inertie de la BCE peut conduire à des à-coups ponctuels et perturbants dans la mise à jour de la politique monétaire.

Durant la première année, les durcissements monétaires américain et européen sont d'intensité remarquablement similaire. Mais cette similarité apparente recouvre une réactivité fort différenciée aux évolutions de l'inflation et du chômage. Sur toute la période encadrant l'épisode de resserrement (de 1993 à 1995), l'inflation américaine est certes à un niveau plus élevé (à proximité de 3 % l'an) que ce qui est devenu le standard européen, mais elle paraît remarquablement stable et sous contrôle. Certains auteurs³ y voient la manifestation même de la réussite de la politique monétaire américaine.

L'action de la FED serait si adroitement préventive qu'elle surprend les marchés financiers, lesquels s'adaptent à ce resserrement et en relayent l'impulsion restrictive (cf. la hausse des taux longs américains en 1994 sur le graphique 5), si bien que l'hydre inflationniste est terrassée avant même d'avoir

Il y a évidemment une différence majeure entre Etats-Unis et zone euro qui limite la portée de la comparaison précédente, mais qui peut aussi contribuer à expliquer l'inertie handicapant l'action de la BCE. Si les variations comparées de l'inflation et du chômage amènent à mettre l'accent sur la réactivité de la politique monétaire américaine, les niveaux d'inflation et de chômage à partir desquels interviennent ces variations, sont franchement différents. En 1999-2000, l'inflation (en particulier sous-jacente) est plus faible en Europe qu'elle ne l'était aux Etats-Unis en 1993-1994, et le chômage nettement plus fort. On conçoit qu'une politique ait plus de mal à être préventivement restrictive lorsque le chômage baisse à partir d'un niveau élevé et que l'inflation augmente à partir d'un

3. BRENDER A. et F. PISANI, 1999 : *Le nouvel âge de l'économie américaine*, Economica ; MANKIW N.G., 2001 : « U.S. Monetary Policy during the 1990s », Working Paper n° 8471, NBER, septembre.

niveau faible. Une telle action préventive signifierait que la banque centrale considère comme structurellement élevé le taux de chômage d'équilibre : c'est un reproche récurrent adressé à la BCE que contribuent à valider les deux approches précédentes. Toutefois, ce reproche aurait été davantage fondé si la BCE avait été aussi réactive que l'a été la FED au cours des années 1990...

Cette dernière approche suggère que, dans une certaine mesure, les expériences américaine et européenne restent irréductibles l'une à l'autre. Elle révèle, en fait, des préférences implicites différentes des autorités monétaires américaines et européennes, et plus largement des institutions respectives, à propos du chômage : les institutions européennes sont, de fait, plus tolérantes à l'égard d'un chômage élevé, mais cette tolérance, qui se manifeste par un niveau des taux d'intérêt élevé compte tenu du chômage existant, handicape en contrepartie la liberté d'action monétaire. Il est difficile pour la banque centrale d'être suffisamment réactive lorsque les tensions conjoncturelles réapparaissent, dans une situation de chômage encore élevé. En revanche, une banque centrale qui montre qu'elle prend en permanence à cœur l'objectif de lutte contre le chômage peut être « plus à l'aise » pour être réactive, sans verser pour autant dans l'excès de prévention.

Mais la possibilité d'une telle configuration engage d'autres acteurs que la seule banque centrale. La politique monétaire dispose de meilleurs arguments pour être préventive lorsque l'économie évolue à proximité du plein emploi, mais se rapprocher de celui-ci ne relève certainement pas de l'unique responsabilité de la banque centrale.

Pourquoi la BCE ne sera pas un clone de la Buba

La référence institutionnelle de la BCE est clairement la Bundesbank, et l'énoncé de ses règles d'action — cible intermédiaire de moyen terme et suivi des indicateurs de déviation de court terme — évoque sans conteste le modèle utilisé par celle-ci, l'économiste en chef Otmar Issing entretenant la continuité. Cependant, parce que la zone euro reste, à bien des points de vue, encore fort hétérogène et le modèle social européen nébuleux, la BCE n'est pas insérée dans un ordre social coordonné et solidaire, contrairement à la Buba au sein de la République fédérale allemande jusqu'à la fin des années 1980. Le risque que l'action de la BCE soit perçue comme déconnectée des préoccupations des citoyens européens s'en trouve accru. La défense de la stabilité des prix ne constitue pas, pour le « citoyen européen médian », un objectif aussi palpable et emblématique, *a fortiori* en cas de turbulences économiques, qu'il pouvait l'être auparavant pour son homologue germanique.

Fricke (1993)⁴ retrace l'évolution de la stratégie quantitative de la Buba. Formellement instaurée en 1974, dans le contexte de l'effondrement du système de Bretton Woods et de la généralisation des changes flexibles, elle s'est d'abord traduite par une acception restrictive (le contrôle du stock de monnaie Banque centrale) avant de connaître un assouplissement dans les années 1980 (au travers d'une politique plus flexible d'*open-market* et de l'adoption, en 1988, de l'agrégat élargi M3 comme cible intermédiaire). L'« orthodoxie pragmatique » de la Buba est précisément analysée par Brociner et Chagny (1996)⁵, qui

relativisent la qualification monétariste qui lui est traditionnellement accolée. La politique monétaire allemande était pourtant souvent perçue comme l'incarnation du monétarisme par les partenaires de l'Allemagne, qui avaient de bonnes raisons pour cela, car elle prenait pour eux un caractère exogène qu'elle n'avait pas en Allemagne même.

La stratégie de la BCE, dite des deux piliers, entend marier la référence à une cible quantitative de moyen terme — une croissance de l'agrégat M3 ne dépassant pas, sur le moyen terme, 4,5 % l'an⁶ — avec l'examen circonstancié des déterminants multiples de l'inflation. Elle exprime une ambivalence non résolue, entre fidélité formelle à l'héritage allemand et prise en compte des « bonnes pratiques » des banques centrales anglo-saxonnes. Il n'est pas sûr que ce soit un mariage stable. Le second pilier de la stratégie oriente plutôt l'action de la BCE vers un ciblage direct du niveau d'inflation futur. La définition de cette action reposerait alors sur l'attention prioritaire à la confrontation, compte tenu de la cible retenue, entre les anticipations d'inflation des agents privés, les prévisions d'instituts indépendants et les propres projections de la BCE. Son efficacité passerait par la mise à l'épreuve publique des arguments de la BCE et de ses prévisions, dans un débat économique qui prenne en compte la réalité structurelle et conjoncturelle de l'Union monétaire. Les agrégats monétaires seraient remis à leur juste place : des indicateurs plus ou moins avancés, parmi d'autres, au sein de cette structure d'information. La responsabilité (*accountability*) *ex post* de la BCE, à l'égard de la réalisation de ses objectifs, serait complétée par une obligation de motivation *ex ante* de ses décisions, qui renvoie à la comparaison entre la cible d'inflation annoncée et les prévisions de l'inflation probable.

Certains auteurs⁷ ne voient pas dans une telle orientation une rupture majeure avec l'esprit, sinon la lettre, de la politique monétaire allemande au temps de « l'âge d'or du Deutsche mark ». D'autres⁸ redoutent en revanche un danger pour la crédibilité de la banque centrale, si le public est soupçonneux à l'égard de l'honnêteté et de la qualité des prévisions d'inflation émises par la banque centrale et désormais utilisées comme cible intermédiaire.

4. FRICKE T., 1993 : « D'une Bundesbank à l'autre ? La Banque centrale allemande comme modèle pour l'Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 44, avril.

5. BROCINER A. et O. CHAGNY, 1996 : « La Bundesbank : une orthodoxie pragmatique », *Revue de l'OFCE*, n° 56, janvier.

6. Cette cible de moyen terme n'a pas été révisée depuis l'entrée en fonctions de la BCE, début 1999 : elle cumule la cible maximale d'inflation (2 %), la croissance potentielle (non inflationniste) envisagée pour la zone euro (2 à 2,5 %) et un résidu correspondant aux variations de la vitesse de circulation de la monnaie. Le chiffre de croissance potentielle retenu par la BCE est significativement inférieur à la croissance considérée comme possible et souhaitable par les gouvernements depuis le Conseil de Lisbonne (3 % l'an), ce qui témoigne de la présence latente d'un « biais inflationniste » entre gouvernements et BCE, handicapant leur coopération.

7. BORINGER P., 2000 : « Pro Inflation Targeting : Yes, but... », *CESifo forum*, vol. 1, n° 2, été.

8. REITHER F., 2000 : « Contra Inflation Targeting : No, because... », *CESifo forum*, vol.1, n°2, été ; SOLANS E.D. (2000), « Monetary Policy under Inflation Targeting », *contribution à la Conférence annuelle de la banque centrale du Chili, Santiago du Chili, décembre.*

Le refus exprimé notamment par E. Solans, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, d'une politique définie en termes de ciblage d'inflation (*inflation targeting*), en raison de la partialité et de la vulnérabilité des prévisions d'inflation de la banque centrale, dont la disponibilité conditionne la mise en œuvre de la règle automatique, comporte des arguments qui méritent d'être entendus. Une véritable crédibilité peut-elle cependant se passer de mise à l'épreuve ? En l'occurrence, la confrontation organisée des prévisions publiques et privées d'inflation et de leurs fondements pourrait être le moyen de cette mise à l'épreuve rationalisée. A cet égard, la politique monétaire américaine des années 1990 est qualifiée par Mankiw (2001)⁹ de *covert inflation targeting* (« cible d'inflation dissimulée ») : la cible d'inflation, autour de 3 % par an, reste implicite, ce qui laisse de la marge pour les actions discrétionnaires qu'une règle trop stricte inhiberait.

Quelle fonction de réaction pour la BCE ?

Le débat sur la politique monétaire de la BCE a beaucoup tourné autour de la règle monétaire qu'elle est supposée mettre en œuvre. Officiellement, la BCE fixe ses taux directeurs en fonction de l'évolution des « deux piliers », avec le souci primordial d'assurer la stabilité des prix. C'était, à un pilier près, la stratégie officielle de la Bundesbank. *Ex post*, cependant, le comportement de la Buba pouvait être décrit par une règle de fixation des taux d'intérêt fonction de deux objectifs : l'inflation et l'écart du PIB à son potentiel non inflationniste.

Ainsi, Brociner et Chagny (1996) avaient estimé entre 1981 et 1994 des relations décrivant les modalités de l'arbitrage effectué par la Buba entre inflation et chômage : à court terme, la détermination des taux d'intérêt au jour le jour par la Buba était sensible aux variations du chômage et, bien que cette préoccupation ne disparût pas à long terme, l'objectif de lutte contre l'inflation acquérait un poids plus élevé lorsque l'horizon s'allongeait. En allongeant l'échantillon jusqu'au 4^{ème} trimestre 1998, la fonction de réaction de la Buba serait de la forme¹⁰ :

$$(1) \quad i_t = 0,65 + 0,86 i_{t-1} + 0,12 \text{inf}_t + 0,15 \text{gap}_t$$

(3,2) (23,4) (2,7) (4,3)

$$\bar{R}^2 = 0,95; \text{see} = 0,5; DW = 1,1$$

où i est le taux d'intérêt nominal à court terme, inf le taux d'inflation et gap l'écart entre la production effective et la production potentielle (non inflationniste), nommé aussi *output gap*. inf et gap sont exprimés en % annuel.

9. MANKIW N.G., 2001 : « U.S. Monetary Policy during the 1990s », *Working Paper* n° 8471, NBER, septembre.

10. Source des données : OCDE ; méthode : Moindres carrés ordinaires ; t-stat entre parenthèses.

11. RUDEBUSCH G.D., 2001 : « Term Structure Evidence on Interest Rate Smoothing and Monetary Policy Inertia », FRB of San Francisco, à paraître au *Journal of Monetary Economics*.

12. FAUST J, JH. ROGERS et JH. W RIGHT, 2001 : « An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules », *International Finance Discussion Paper* n°705, Board of Governors of the Federal Reserve System, août.

13. Pour plus de détails, voir CREEL J et J FAYOLLE, 2002 : « La Banque centrale européenne », à paraître dans la *Revue de l'OFCE*, n° 81.

L'équation (1) indique que la Buba ne surréagissait pas aux évolutions de l'inflation : à long terme ($i_t = i_{t-1}$), une hausse de 1 point de l'inflation provoquait une augmentation de 85 points de base du taux d'intérêt ($0,12/(1-0,86) = 0,85$), soit une baisse du taux d'intérêt réel. On notera aussi que l'impact de l'*output gap* sur la politique monétaire était supérieur à celui de l'inflation. Finalement, le retard dans l'équation de taux d'intérêt est très élevé. Pour la plupart des économistes, il reflète un fort degré d'inertie dans la politique monétaire ; pour d'autres¹¹, il résulte d'une forte persistance des chocs auxquels les banquiers centraux sont confrontés.

L'absence de surréaction de la Buba à l'inflation est un élément crucial, car il a des répercussions en ce qui concerne la configuration optimale des politiques économiques, tant monétaire que budgétaire. Prenons un exemple : après un choc d'offre négatif qui accroît l'inflation mais déprime l'*output gap* (chute ponctuelle de la productivité, hausse du prix du pétrole), la banque centrale est amenée à augmenter son taux d'intérêt nominal, mais pas suffisamment pour que le taux d'intérêt réel (celui qui conditionne l'investissement et/ou les achats à crédit) s'éleve ; les charges d'intérêt liées à la dette publique accumulée sont contenues et le gouvernement conserve des marges de manœuvre pour baisser les impôts (politique budgétaire expansionniste). Si la banque centrale avait surréagi face à l'inflation, le gouvernement aurait dû mener une politique restrictive pour contrecarrer les effets sur la dette publique d'une hausse des charges d'intérêt. Dans le premier cas, l'économie se stabilise à un niveau d'inflation plus élevé qu'avant le choc, mais à PIB réel constant. Dans le second cas, l'inflation retrouve son niveau initial au prix d'une chute durable du PIB.

Comparativement à nos résultats, d'autres estimations récentes de la règle monétaire de la Buba (cf. Faust et alii, 2001)¹² font état d'une surréaction de la politique monétaire vis-à-vis de l'inflation future, dont l'*output gap* aujourd'hui observé (et présent dans l'équation (1)) peut être un indicateur avancé. Les nombreuses tentatives de spécification et de méthode économétriques ne débouchant pas, cependant, sur une équation franchement alternative à l'équation (1) (cf. encadré)¹³, nous retenons les résultats obtenus dans cette équation comme base de discussion.

Appliquée à la zone euro d'après les données de prix et d'*output gap* publiées par la BCE, la règle monétaire (1) donne des résultats particulièrement intéressants (cf. graphique 9). Il apparaît, en effet, que la BCE a mené une politique plutôt moins restrictive que celle qu'aurait entreprise la Buba si elle avait été confrontée à la situation macroéconomique européenne depuis le 1^{er} janvier 1999. Jusqu'au premier trimestre 2000, le taux d'intérêt de court terme fixé par la BCE s'est établi en dessous de ce qu'aurait préconisé la règle monétaire allemande. Jusqu'à la fin de l'année 2000, les taux d'intérêt effectifs et issus de la règle de la Buba sont pratiquement les mêmes, tandis qu'à partir du premier trimestre 2001, la chute effective des taux en Europe devance largement ce qu'aurait permis de prévoir la règle de la Buba appliquée à la zone euro. Un tel résultat, quoique sommaire, laisserait entendre que la réaction de la politique monétaire de la BCE à l'inflation présente serait vraisemblablement inférieure à l'unité, à condition toutefois de prendre en compte

simultanément les perspectives d'inflation implicites dans l'*output gap*. Celui-ci est alors considéré comme un indicateur avancé des tensions inflationnistes. Le penchant restrictif de la BCE, que de nombreux observateurs lui attribuent, semble pouvoir être relativisé par cette simulation.

Quelques remarques sur l'économétrie

Nous avons testé, toujours par les MCO, plusieurs autres spécifications de l'équation (1), en remplaçant notamment l'*output gap* par l'inflation future. Associée à l'inflation présente, l'inflation future est toujours significative. Cependant, l'information délivrée par ces spécifications est toujours inférieure à celle issue d'une spécification n'incluant pas de terme d'inflation anticipée dans l'équation (1). L'équation (1) est-elle alors robuste à la méthode utilisée ? La réponse dépend, bien sûr, des variables instrumentales utilisées dans l'ajustement économétrique. Ainsi obtient-on des résultats très comparables à partir de la méthode des doubles moindres carrés, en considérant les instruments suivants : taux de chômage en différence avec deux retards, taux d'intérêt long avec quatre retards et surplus public avec quatre retards. Néanmoins, en choisissant comme instruments les variables explicatives retardées, les résultats diffèrent assez largement : la surréaction monétaire à l'inflation devient manifeste. De plus, le coefficient de l'*output gap*, contrairement aux estimations de Faust et *alii*, est toujours significativement et assez fortement différent de zéro. En outre, une spécification incorporant à la fois l'inflation future (à un an) et l'*output gap* ne donne pas de résultats significatifs : les coefficients de ces deux variables ne sont pas significativement différents de zéro, ce qui témoigne du recouvrement de leur pouvoir explicatif.

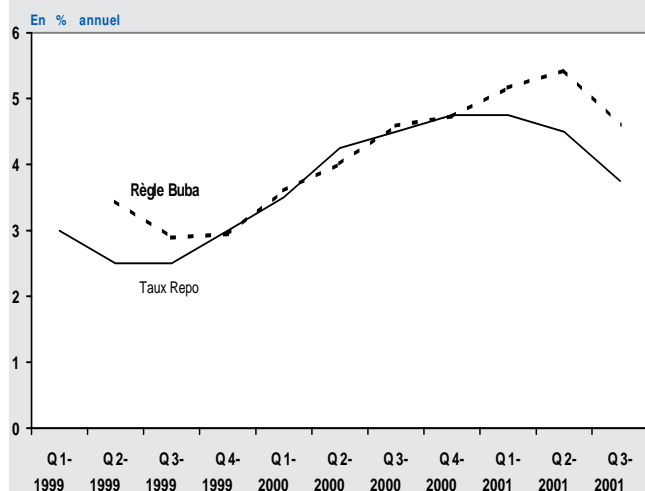
Face à ces ambiguïtés sur le degré de réaction de la Buba à l'inflation et à la croissance économique, on peut essayer de différencier les déterminants de la politique monétaire allemande à court et à long terme, en adoptant un modèle à correction d'erreurs. Les coefficients devant les termes d'inflation et d'*output gap* sont très proches de ceux obtenus dans l'équation (1). A court terme, la Buba aurait été indifférente entre 1 % de croissance du PIB en moins (à PIB potentiel constant) et 1,3 point d'inflation en plus. A long terme cependant, la priorité à l'inflation est manifeste : le coefficient de réaction à l'inflation est le double de celui accordé à l'*output gap*.

Apprentissage de la confiance

Les trois années d'existence de la BCE offrent une image contrastée. Si elle n'a pas démerité, elle ne s'est pas encore forgée des principes d'action qui emportent la conviction. Après avoir accompagné plutôt adroitement les turbulences du premier semestre 1999, elle a mis en œuvre une politique plus inerte que graduelle. La BCE semble prendre le temps d'accumuler de l'information avant de faire évoluer ses principaux taux directeurs. Une telle inertie est commune parmi les banques centrales, notamment en Allemagne avant 1999. Mais cette inertie peut impatienter les marchés, et ce d'autant plus que les réactions de la BCE sont moins graduelles que celles de la FED, par exemple. Alors que celle-ci met en œuvre des variations rapprochées de ses taux directeurs, qui peuvent dès lors orienter les convictions et les anticipations des opérateurs de marché, les décisions prises par la BCE ont un caractère « péremptoire » plus affirmé : l'erreur d'appréciation de la part des marchés quant à la stratégie mise en œuvre par la BCE peut être en conséquence importante, plus qu'à l'égard d'une stratégie de « petits pas ». L'inertie ne doit pas être confondue avec le gradualisme. Ce qui est en jeu n'est pas tant le fait que les marchés puissent être pris à contre-pied — la FED n'a pas hésité à le faire —, que la difficulté de la BCE à exprimer et faire partager une vision claire, tant de son propre diagnostic sur la situation économique que de l'orientation conséquente de son action.

Ainsi, la plus grande faiblesse de la BCE reste le manque de confiance qu'elle inspire aujourd'hui encore aux agents économiques. Les interrogations sur les votes individuels au sein du Conseil, soupçonnés refléter un point de vue national, continuent de laisser planer un doute sur le caractère intrinsèquement européen des décisions prises par ses membres. A long terme, économiquement et politiquement, aucun pays ne devrait profiter de son appartenance à une zone euro enfin mature sans que les bénéfices de cette appartenance soient équitablement partagés entre tous ses membres ; sinon, il en résulterait une menace sur la viabilité même de l'union monétaire. Dans la période d'apprentissage que connaît aujourd'hui encore la BCE, l'impact de considérations nationales sur ses décisions ne peut être complètement exclu. Aussi, la crédibilité de la BCE dépendra-t-elle de sa capacité à convaincre qu'elle contribue à l'intérêt général de l'Union européenne, en assurant les conditions monétaires collectives les plus favorables au succès de chaque pays.

GRAPHIQUE 9 : TAUX D'INTÉRÊT EFFECTIF ET THÉORIQUE, ZONE EURO



Sources : BCE et calculs des auteurs.