



# Les conditions monétaires de la croissance européenne

Jean-Paul Fitoussi

► **To cite this version:**

| Jean-Paul Fitoussi. Les conditions monétaires de la croissance européenne. 2000. hal-00972905

**HAL Id: hal-00972905**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-00972905>**

Submitted on 22 May 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.

# Parlement Européen

## « Briefing Paper »

### Les conditions monétaires de la croissance européenne

*Jean-Paul Fitoussi*

Lors de sa réunion du 8 juin, le Conseil des gouverneurs de la BCE a notamment décidé de relever de 0,50 points de pourcentage le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, pour le porter à 4,25%. C'est la cinquième augmentation des taux depuis le mois de novembre 1999. La première était légitimée par la fin du « trou d'air », conséquence de la crise asiatique, qui avait caractérisé la croissance européenne en 1999. Elle ne faisait qu'annuler la baisse précédente que la BCE avait décidé en avril 99. Les quatre autres ont donc toutes été motivées par des considérations de stabilité à moyen terme des prix. L'importance de la dernière a semble-t-il surpris les observateurs qui s'attendaient à une augmentation de seulement un quart de point. Peut-on à partir de ces décisions successives avoir une idée claire de la stratégie que poursuit la BCE ?

Il faut pour cela analyser plus en détail les motivations qui président au changement de taux, en prenant pour exemple le dernier.

#### La stratégie de la BCE

En matière monétaire, la sagesse manifestée par la BCE depuis sa création ne pourra durablement compenser le manque de cohérence des indicateurs analysés et le flou de l'objectif d'inflation poursuivi.

#### *L'évolution des agrégats monétaires*

La BCE qualifie sa stratégie de « double pilier », se référant à la fois à l'évolution des agrégats monétaires et à des prévisions d'inflation. Or, les signaux transmis par ces indicateurs peuvent être contradictoires. La période la plus récente nous en donne une illustration. Ainsi, en février 2000, la croissance de l'agrégat M3 a été poussée à la hausse par l'effet du commencement de la troisième phase de l'UEM (BCE, bulletin mensuel, avril 2000, p. 9). La volatilité de cet agrégat, soulignée par la BCE elle-même (BCE, bulletin mensuel, avril 2000, p. 10) le rend peu opérationnel en minorant son effet prédictif. Si l'on ajoute que d'une part l'augmentation de M3 traduit en partie celle des taux d'intérêt court et l'aplatissement de la courbe des taux qui s'ensuit et que, d'autre part, une proportion

significative de titres du marché monétaire est détenue par des non résidents (BCE, Bulletin mensuel, Mai 2000, P.9) on comprend que l'évolution de l'agrégat M3 est peu significatif des tensions inflationnistes qui peuvent exister. Plus généralement la rapide évolution des technologies financières, l'introduction de la monnaie électronique et leurs conséquences sur les comportements de détention de portefeuille des agents rendent particulièrement opaque la signification des agrégats monétaires, et leur contrôle, extraordinairement complexe. Cela est d'autant plus vrai en période de forte volatilité des marchés boursiers. En conséquence, la BCE se réfère à un ensemble de critères, dont les messages peuvent être contradictoires.

### *L'évolution de l'inflation*

L'objectif d'inflation devrait être la référence principale de la BCE. La BCE se réfère à l'indice harmonisé des prix à la consommation. Parmi les composantes de cet indice, l'énergie semble être la seule responsable de la hausse constatée depuis le deuxième trimestre 1999 (le taux d'inflation devrait passer de 1,1% en 1999 à 2% en 2000). Il n'existe pas de signes évidents de contagion de cette hausse aux biens industriels ou aux services. De plus l'évolution des salaires reste étonnamment modérée compte tenu de la solidité de la croissance et de la baisse du chômage qui s'ensuit. La vigilance est donc légitime, mais les anticipations inflationnistes restent limitées. Certes, après avoir baissé au mois d'avril, le prix du pétrole, a contrairement aux attentes, à nouveau augmenté au mois de mai, mais l'essentiel de la hausse est déjà acquise et peu d'observateurs anticipent de nouvelles augmentations. Les signes récents de ralentissement de l'économie américaine plaident au contraire pour une détente des prix de l'énergie. De surcroît, l'indicateur avancé réalisé par huit instituts de conjoncture en Europe, montre que la croissance de la zone Euro a subi au second trimestre 2000 un léger coup de frein. Même si la conjoncture devait rebondir au troisième trimestre, le principe de précaution aurait justifié une augmentation d'un quart plutôt que d'un demi point des taux d'intérêt. Mais c'est l'effet conjugué de la hausse des prix énergétiques et de la « sous-évaluation » de l'euro qui, apparemment, a motivé la décision de la BCE. Mais avant de traiter de ce point, je voudrais revenir sur la légitimation même de l'objectif d'inflation que s'est fixé la BCE.

### *L'objectif d'inflation*

L'objectif d'inflation que poursuit la BCE n'est pas d'une grande clarté. Dire que le taux d'inflation ne doit pas dépasser 2% n'éclaire pas les opérateurs sur la stratégie que pourrait poursuivre la BCE lorsque le taux d'inflation est inférieur au plafond. Ils auront donc du mal à intérioriser la stratégie de la BCE pour prendre leur décision. En bonne logique, pour que l'objectif soit compris, il faudrait qu'il soit symétrique. Il en est ainsi lorsque les autorités monétaires se donnent une cible de moyen terme d'inflation. Alors les opérateurs savent prévoir la réaction de la Banque centrale en toutes circonstances, que le taux d'inflation soit supérieur ou inférieur à sa cible.

Il eut été par exemple plus clair que la BCE annonce un objectif compris entre 1 et 2%, on aurait pu alors en inférer que sa cible est de 1,5%. Mais tel que l'objectif est formulé, on pourrait tout aussi bien penser que la cible est de 1%, la variation acceptable des prix allant de 0 à 2%.

Quoiqu'il en soit, on pourrait se demander si la cible implicite, bien qu'incertaine, de la BCE n'est pas trop basse. Les taux d'inflation atteints en 1998 et 1999 (1,1%) pour la zone euro, ont été anormalement bas pour des raisons circonstanciées : l'Europe sortait péniblement d'une longue période de croissance molle et d'aggravation continue du chômage – en conséquence des politiques anormalement restrictives qui y furent conduites – et bénéficiait de surcroît d'une importante baisse du prix de l'énergie et des matières premières du fait de la crise asiatique. En situation de croissance normale, le taux d'inflation ne peut être aussi bas. La BCE semble l'avoir compris, puisque en dépit de la dernière augmentation des taux, sa politique n'est pas encore devenue neutre (les taux d'intérêts nominaux sont encore inférieurs au taux de croissance nominal du PIB de la zone), mais il serait préférable qu'elle le dise, si elle veut que sa politique soit mieux comprise et donc plus efficace.

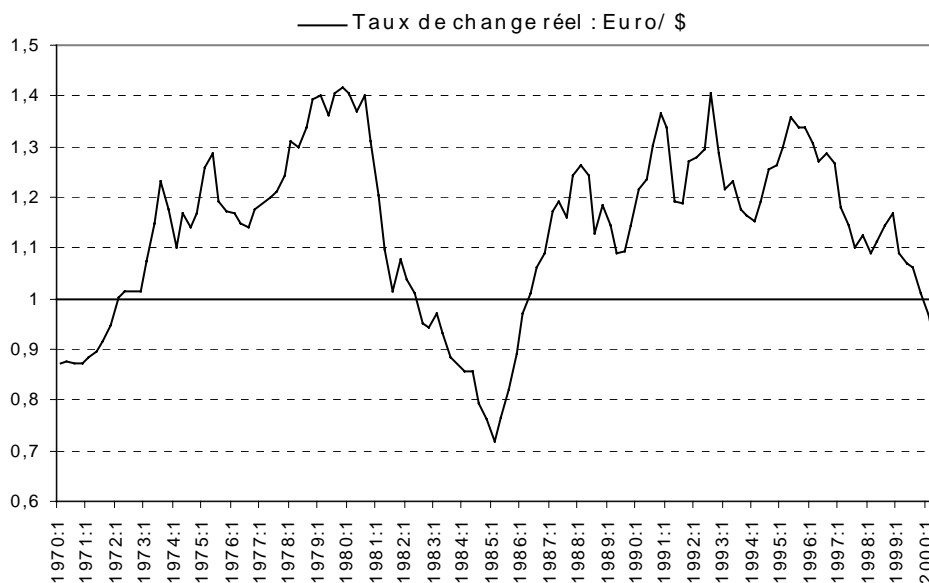
Car l'essentiel aujourd'hui est bien d'asseoir la crédibilité de la BCE. Cela passe par la clarification de ses objectifs (quel objectif d'inflation) et la simplification de ses indicateurs.

## La question du taux de change de l'euro

Les indicateurs économiques et monétaires de l'Union Européenne sont donc globalement satisfaisants. Le taux de croissance dépasse les 3 % et le taux d'inflation n'a atteint que 1,1% en 1999 et, s'il a progressé au cours du premier semestre 2000, il n'excède pas 2%, malgré l'importante envolée du prix du pétrole. Cependant, d'autres indicateurs donnent une impression plus contrastée. Le taux de change de l'euro, en particulier, semble aujourd'hui sous-évalué. Pour l'OCDE, la parité des pouvoirs d'achat justifierait un taux approximatif de 1 euro pour 1 dollar. Après être passé sous 0,9 dollar, l'euro est aujourd'hui voisin de 0,95 dollar, c'est à dire de fait à sa valeur de parité des pouvoirs d'achat, mais demeure fragilisé. Sans doute ne faut-il pas s'alarmer des fluctuations du taux de change. La pire des erreurs serait de fixer ex nihilo un objectif de taux de change, à respecter coûte que coûte, qui, en certaines circonstances, ne pourraient l'être qu'au détriment de la croissance interne. L'expérience malheureuse de l'Europe dans la première moitié des années 1990 ne doit pas être renouvelée. Mais la question du taux de change de l'euro pourrait être le signe extérieur de la crise larvée du policy mix communautaire.

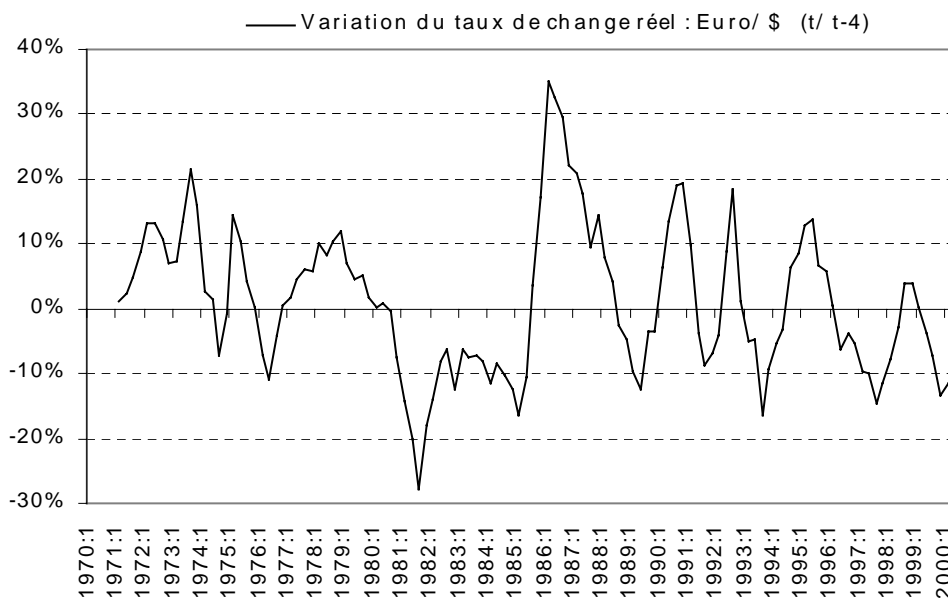
Lorsque l'on prend un peu de distance par rapport à la situation actuelle, et que l'on analyse les évolutions de long terme de l'euro (reconstitué), on est frappé par les fortes variations que la monnaie unique a connu (Graphiques 1 et 2).

Graphique 1 :



Sources : Datastream, OCDE, BCE.

Graphique 2 :



Sources : Datastream, OCDE, BCE.

L'impression que donne le graphique 1 est que les monnaies européennes sur la période 1971-2000, ont la plupart du temps été surévaluées par rapport au dollar. On en sait les raisons : de la fin du système de Bretton-Woods au début des années quatre vingt, le dollar s'est fortement déprécié pour

atténuer les conséquences sur l'emploi du premier choc pétrolier. En Europe, au contraire, c'est de 1973 à 1982 que se produit la plus forte aggravation du chômage. La première moitié des années quatre vingt enregistre, à l'inverse, une très forte appréciation du dollar sous l'effet de la politique budgétaire expansionniste conduite par l'administration Reagan. Les années quatrevingtdix correspondent enfin à une importante surévaluation de l'euro, conséquence notamment de la politique monétaire anormalement restrictive conduite en Europe. Il ne faut donc guère s'étonner que, de 1990 à 1997, le chômage européen a connu sa seconde plus importante augmentation, ni que l'euro commence à se déprécier lorsque la politique monétaire européenne redevient normale. Un autre enseignement que l'on peut tirer de ce graphique est que le taux de change des monnaies n'est presque jamais au niveau correspondant « aux fondamentaux ». La valeur de l'euro aujourd'hui n'est donc pas vraiment préoccupante. On pourrait même noter qu'elle a retrouvé son niveau de la fin du système de Bretton-Woods, et en tirer la conclusion que la création de la monnaie unique est tout compte fait la réponse optimale que l'Europe a trouvé pour palier aux difficultés créées par la fin du système international de changes fixes. Ce sera l'accélération de la croissance européenne qui à l'avenir conduira à une appréciation de l'Euro, et non comme par le passé son ralentissement. Ce qui apparaît beaucoup plus logique...et beaucoup plus sain pour l'économie européenne.

Mais un second élément, aujourd'hui déterminant, est relatif à la cohérence de la politique de change. L'affaiblissement de l'euro n'est pas préoccupant en soi, mais les discours qui ont entouré l'événement mettent en évidence l'absence d'une véritable politique économique et de change de l'Union. Ce problème renvoie au déséquilibre institutionnel qui caractérise pour l'instant l'Europe, entre une autorité monétaire centralisée et indépendante et une pluralité d'autorités budgétaires liées par le pacte de stabilité.

Pour remédier à ce déséquilibre, il faudrait renforcer, dans un premier temps, l'euro 11. Doté d'une véritable visibilité et d'une plus grande capacité d'analyse, il peut devenir, si les moyens lui en sont donnés, le Conseil de politique économique de la zone euro. Il peut être le lieu privilégié où les ministres des Etats membres et le président de la BCE s'accordent sur les stratégies de politique économique – et non seulement monétaire – à mener. Le policy mix européen serait alors mieux adapté aux exigences de la croissance de la zone.

Ainsi, clarification des objectifs et des indicateurs de la politique monétaire, d'une part, et affirmation d'une instance de décision économique distincte de la BCE et dans laquelle les responsables politiques des Etats membres pourraient coordonner leurs analyses et afficher la stratégie économique de l'ensemble de l'Union, d'autre part, sont les deux voies permettant l'émergence d'une véritable politique économique de l'Union et l'affirmation de la crédibilité de ses autorités. Elles sont également prioritaires même si la difficulté de leur mise en œuvre est inégale. La définition d'une véritable politique de change et la transformation de l'euro 11 en exécutif collectif de la zone supposent notamment une adaptation des traités.

## Annexe

### Méthode de calcul :

Nous avons repris la méthode établie par l'Union Européenne dans son communiqué du 2 mai 1998. En partant du nombre d'unités de monnaie nationale dans l'écu à cette date (colonne 1) on multiplie alors ce montant par le taux de change nominal du dollar pour chaque date (colonne 2). On obtient alors la contribution de chaque pays au taux de change de l'euro/dollar (colonne 3). La somme de ces contributions donne le taux de change définitif (1.104 dans notre exemple). On obtient alors un taux de change nominal. Pour obtenir un taux de change réel, nous avons corrigé chaque pondération par le ratio du déflateur de la consommation du pays n sur le déflateur américain. Par construction, les poids ont été normalisés à 1 à la date de création de l'euro ce qui permet de retrouver le taux de change nominal à cette date.

	étape 1		étape 2
	Unités de monnaie nationale dans le panier de l' ECU	Taux de change du dollar au 31/12/97	Equivalent en dollars des Unités de monnaie nationale
	(a)	(b)	(c) = (a)/(b)
Allemagne	0,6242	1,7898	0,3487541
Belgique	3,301	36,92	0,0894095
Luxembourg	0,130	36,92	0,0035211
Pays-Bas	0,2198	2,0172	0,1089629
Danemark	0,1976	6,8175	0,0289842
Grèce	1,44	282,59	0,0050957
Italie	151,8	1758,75	0,0863113
Espagne	6,885	151,59	0,0454186
Portugal	1,393	183,06	0,0076095
France	1,332	5,9881	0,2224412
Royaume-Uni	0,08784	1,6561	0,1454718
Irlande	0,008552	1,4304	0,0122328
Euro/dollar			1,1042127