



# 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. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 2002, pp.175-210. hal-01017819

**HAL Id: hal-01017819**

**<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01017819>**

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**

*Département des études de l'OFCE*

**Jacky Fayolle**

*Directeur-adjoint du Département des études de l'OFCE  
Professeur associé à l'Université Pierre Mendès France, Grenoble*

« La seule politique cohérente semble être la suivante : étudier toutes les données avec attention et, alors, fixer les taux d'intérêt au bon niveau. Au-delà de cette règle, il n'y a pas de lignes de conduite bien établies », Gregory Mankiw, 2001: « US Monetary Policy during the 1990s », NBER.

Cet article se livre à un essai de bilan des trois premières années d'exercice de la Banque centrale européenne, désormais unique maîtresse de la politique monétaire au sein de la zone euro. Ce bilan n'échappe pas à une certaine ambivalence : appréciée par rapport à la précarité de l'expansion et à la fugacité des risques d'inflation au sein de la zone, l'action de la BCE paraît contrainte par une cible d'inflation trop basse et par un horizon d'action trop court. Elle n'a pas échappé à un certain suivisme à l'égard des autorités monétaires américaines et des marchés financiers internationaux, lorsque le caractère plus synchrone de l'expansion mondiale, jusqu'en 2000, faisait craindre des risques d'inflation généralisée. Ce faisant, elle n'a pas su adopter un timing contribuant à affermir une expansion européenne encore fragile et n'a pas contré le ralentissement engagé en Europe dès le milieu de l'année 2000. Comparativement au comportement de la FED, apprécié dans des circonstances analogues, la BCE semble cependant plus pêcher par inertie que par excès de prévention — que ce soit face aux risques d'inflation ou de récession. La FED sait être à la fois réactive et graduelle, si on entend par gradualisme la capacité à définir et mettre en œuvre en temps utile une orientation résolue, progressive et persévérante des taux d'intérêt à court terme. Celle-ci peut au départ surprendre les marchés, mais contribue à infléchir leurs anticipations et agit ainsi sur l'activité, en faisant partager par l'ensemble des acteurs économiques le diagnostic de la banque centrale. Au contraire, l'inertie désigne le retard et la discontinuité dans la prise de décisions monétaires adaptées à l'évolution conjoncturelle. L'inertie de la politique monétaire mise en œuvre par la BCE participe de l'ensemble des facteurs structurels et institutionnels qui handicapent en Europe la coopération des politiques économiques en direction du plein emploi.

Mars 2002

Hors série

*Si la BCE se veut l'héritière de la Bundesbank, les difficultés qu'elle rencontre pour susciter la confiance et consolider sa réputation la pousseront sans doute à prendre en compte les « bonnes pratiques » des banques centrales anglo-saxonnes et à dépasser la dualité de la stratégie dite des deux piliers, qui donne encore trop de poids au suivi des agrégats monétaires. Au demeurant, et quelles que soient les réserves que son action puisse susciter, il semble que la BCE ait été moins restrictive, durant les trois premières années de la zone euro, que ce qu'aurait été l'action de la Bundesbank dans des circonstances similaires.*

Un régime de politique économique est bien établi lorsque cette politique, définie avec suffisamment de clarté et appliquée avec suffisamment de persévérance, est capable de peser sur la régulation économique en vigueur, parce qu'elle marie une orientation stable de moyen terme avec l'adaptation aux circonstances conjoncturelles et qu'elle exerce une influence efficace sur les anticipations et les intentions des agents économiques.

Dans les années postérieures à 1975, jusqu'au début ou au milieu des années 1980, la contrainte extérieure pesait lourdement sur l'activité économique et le marché du travail d'un pays de taille moyenne comme la France. Après la relance de 1981, la politique économique s'est progressivement infléchie pour attendre de l'austérité salariale un redressement des profits qui stimule et nourrisse des investissements capables de desserrer cette contrainte extérieure. Mais, lorsque ces investissements ont eu lieu, ils sont restés souvent très intensifs en capital, peu créateurs d'emplois, avec un contenu élevé d'équipements importés. La contrainte extérieure s'est avérée difficile à desserrer, le chômage a poursuivi son ascension et sa gestion sociale s'est développée.

Dans la suite des années 1980, puis des années 1990, l'action sur la contrainte extérieure est passée par la désinflation compétitive qui a étroitement interagi avec l'intégration européenne. En France, comme en d'autres pays européens, le chômage est largement devenu endogène à un régime de politique économique où l'ancrage sur le mark faisait du sous-emploi un facteur permanent de l'ajustement compétitif des salaires et des prix. Ce couplage entre la désinflation et l'intégration a fait du rapport entre l'unification économique et monétaire, d'une part, l'Europe sociale, d'autre part, un domaine hautement conflictuel. Il était antagonique avec l'émergence d'une norme de plein emploi à l'échelle européenne.

Aujourd'hui, au-delà de chocs transitoires, un régime d'inflation basse et stable paraît durablement installé au sein de l'Union européenne (UE). Le renforcement de la concurrence salariale en union monétaire y concourt, mais l'entrée dans une telle union procure aussi la possi-

bilité d'une redéfinition du régime de politique économique, des relations entre la politique macroéconomique et l'emploi. Le relais des politiques de désinflation par des politiques de développement qui associent l'élévation et la réalisation du potentiel de croissance européen à la recherche de taux d'emploi plus élevés est reconnu comme un enjeu d'actualité. Si la concertation sur les politiques d'emploi évolue dans cette direction, comme les gouvernements s'y efforcent depuis le traité d'Amsterdam, qui reconnaît l'emploi comme une question d'intérêt commun, elle manque encore d'une articulation explicite et solide avec le *policy mix*, c'est-à-dire la combinaison des politiques budgétaires et monétaire. Ce que devrait être un *policy mix* incitant à un sentier de croissance plus élevé que la médiocre moyenne des croissances nationales de la décennie qui a précédé l'union monétaire, reste un enjeu au sein de l'Union européenne.

L'article établit d'abord un bilan de l'action de la Banque centrale européenne (BCE) durant les trois premières années d'existence de la zone euro, en confrontant cette action au déroulement de la conjoncture européenne et en la comparant à celle de la FED. L'article s'interroge ensuite sur l'évolution possible des règles d'action de la BCE au cours des années à venir, compte tenu de la double référence constituée par l'héritage de la Bundesbank et par la confiance aujourd'hui accordée à la FED.

## L'entrée en scène de la BCE

### Priorité à la politique monétaire dans la zone euro

Les réponses à cet enjeu sont néanmoins conditionnées par les dispositifs institutionnels qui ont présidé à la naissance de l'union monétaire. La crainte d'un jeu dangereux de surenchères entre la nouvelle BCE et les autorités budgétaires nationales, conduisant à des excès cumulatifs de déficits publics et de taux d'intérêt, s'alimentait de certains précédents historiques<sup>1</sup> et des particularités propres au démarrage de l'union monétaire : une BCE éventuellement plus soucieuse d'affirmer rapidement sa crédibilité que de pondérer objectivement les différents risques conjoncturels ; des gouvernements tentés de miser avec trop de facilité sur la spontanéité de l'expansion pour poursuivre la réduction des déficits publics sans effort volontariste supplémentaire, après les douloureux ajustements budgétaires du milieu des années 1990. De 1998

1. Voir par exemple Debrun et Wyplosz (1999), qui montrent la prédominance modérée d'un comportement de substituabilité stratégique entre politique monétaire et politique budgétaire au sein des pays européens avant le passage à l'union monétaire : chacune des deux autorités du *policy mix* national tend à modérer les excès de l'autre. Pour une analyse théorique concernant cette substituabilité stratégique, voir Capoen, Sterdyniak et Villa (1994).

à 2000, ce conflit potentiel est resté latent, car le retour de l'expansion en Europe l'a provisoirement relégué au second plan. Cette reprise, d'ailleurs, peut être mise pour partie à l'actif de la monnaie unique. Non pas que celle-ci ait d'emblée révélé des vertus miraculeuses, mais son introduction a mis fin à la longue et coûteuse période de transition : les politiques de convergence avaient imposé à chaque pays candidat à l'union monétaire des sacrifices douloureux ; les conflits monétaires entre pays européens avaient donné un tour non coopératif à cette convergence. Le passage à l'euro a relâché la pression sur les politiques économiques et introduit un facteur de solidarité objectif entre les pays européens. Les gouvernements nationaux ont pu mettre à profit, avec plus ou moins de bonheur, ces marges de manœuvre retrouvées pour soutenir l'activité, sans se heurter frontalement à la BCE. Mais, en 2001, lorsque cette phase favorable se termine, le débat sur le *policy mix* reprend avec acuité et les dispositifs qui gouvernent l'union monétaire sont de nouveau mis en cause.

Pour éviter les dangers de surenchère entre BCE et gouvernements, les règles du jeu entre les autorités décidant de la politique économique ont été en effet prédéfinies, de manière à orienter le jeu vers une solution « convenable », distincte en tout cas de la solution « catastrophique » qui résulterait d'un conflit ouvert. En effet, dans le jeu dit de la « poule mouillée »<sup>2</sup> entre autorité budgétaire et autorité monétaire, on peut discerner deux équilibres « convenables », un équilibre « social » qui donne la priorité à l'objectif de croissance du gouvernement, un équilibre « conservateur » qui donne la priorité à l'objectif de faible inflation de la banque centrale. Les dispositifs de l'union monétaire ont été calibrés de manière à orienter son fonctionnement vers ce second équilibre : le fort statut d'indépendance de la banque centrale lui confère un pouvoir d'action sur la conjoncture collective de l'Europe que l'autorité budgétaire n'a pas, faute de gouvernement économique vraiment affirmé de la zone euro ; les gouvernements nationaux doivent inscrire leur action budgétaire dans les limites édictées par le Pacte de stabilité et de croissance, qui les enjoint de rechercher l'équilibre des comptes publics à moyen terme, au travers de programmes de stabilité actualisés chaque année, et qui borne leurs marges de manœuvre conjoncturelles.

Si l'idée d'éviter un conflit ouvert entre BCE et gouvernements était parfaitement recevable, pourquoi avoir privilégié la recherche de l'équilibre « conservateur » ? À cette question, plusieurs réponses sont envisageables, qui ne sont ni exclusives, ni satisfaisantes :

— L'Allemagne aurait refusé une orientation et des dispositifs différents, et sans elle l'union monétaire n'était plus envisageable. Au demeurant, les autres pays s'étaient depuis un certain temps acclimatés

2. Voir Fitoussi J.-P. (1999, pp.129-30).

à la préférence germanique de basse inflation, si bien que la solution retenue était dans « l'air du temps »<sup>3</sup>.

— Dans une union monétaire où la gestion budgétaire reste pour l'essentiel décentralisée, certains gouvernements nationaux peuvent être tentés par le laxisme budgétaire, en espérant que les conséquences de leurs excès se diluent au sein du large espace commun. À cet argument-là, on peut cependant opposer le fait que le traité de Maastricht, sans attendre l'union monétaire, émettait déjà des contraintes fortes à l'encontre de telles tentations, en interdisant le financement monétaire des déficits budgétaires et en excluant les clauses de garantie financière (*bail-out*) à l'égard d'un gouvernement défaillant. D'autre part, si un gouvernement laisse dériver à l'excès son déficit budgétaire, il suscite une demande qui, au sein du marché unique, risque de profiter plus à ses partenaires qu'à l'économie nationale ; si sa dette publique augmente par trop, il enregistrera éventuellement, sur un marché financier intégré et ouvert suffisamment efficient, une hausse des primes de risque spécifiques qui lui sont imposées, sans que la hausse des taux d'intérêt contamine l'ensemble des pays de l'Union. L'invocation des effets de débordement d'un laxisme budgétaire national est donc contestable.

— Enfin, les gouvernements conservent un pouvoir essentiel, celui de la nomination des banquiers centraux, qui constituent le Directoire et le Conseil des gouverneurs de la BCE. Ils peuvent être tentés par un exercice biaisé du pouvoir de délégation monétaire, en nommant des banquiers centraux censés être indulgents à l'égard de leurs tentations budgétaires. Pour cette raison, les garanties d'indépendance de la banque centrale doivent être particulièrement affirmées et un dispositif restreignant explicitement la liberté d'action des gouvernements, comme le Pacte de stabilité, est souhaitable.

Né sous ces auspices, ce Pacte apparaît plus comme un garde-fou transitoire contre les tentations supposées des gouvernements que comme un dispositif préventif à vocation permanente, fondé sur le choix d'un principe viable d'organisation budgétaire de l'union monétaire, ce choix devant s'établir entre le respect de l'autonomie budgétaire des gouvernements ou l'adoption d'un fédéralisme budgétaire.

Les carences du Pacte de stabilité se sont au demeurant manifestées par défaut durant la phase d'expansion allant de 1998 à 2000 : n'étant pas alors directement contraignant pour les gouvernements, puisque les déficits publics étaient passés en dessous du seuil critique de 3 % du

3. Par exemple, Bouscharain (2001) estime des fonctions de réaction des banques centrales française et italienne qui montrent à la fois, lorsqu'on passe des années 1970 et 1980 aux années 1990, une plus grande réactivité à l'inflation anticipée et une plus grande dépendance par rapport aux décisions de la politique monétaire allemande, qui peut aller à l'encontre de l'attention à la stabilisation du cycle d'activité national. On regrettera cependant que ces estimations puissent apparaître quelque peu fragiles : L. Bouscharain ne teste pas la rupture des années quatre-vingt ; la croissance économique italienne provoquerait une baisse du taux d'intérêt, soit le contraire de ce que l'on attend généralement dans ce type de fonction de réaction...

PIB et qu'ils continuaient à se réduire spontanément, nulle indication positive n'en découlait sur la bonne gestion des budgets publics à promouvoir le long d'un sentier d'expansion retrouvé. En particulier, l'absence de mention, dans le Pacte de stabilité, de la limite supérieure envisageable pour la dette publique rapportée au PIB entérine l'abandon *de facto* de ce critère lors de la sélection finale des participants à l'union monétaire: en dépit de la résorption des déficits, la faiblesse de la croissance au cours des années 1990 rendait le respect du plafond de 60 % du PIB pour la dette publique largement impraticable (sauf à admettre une union monétaire croupion, ne comprenant que la Finlande, la France, le Luxembourg et le Royaume-Uni !). Mais quel sens peut avoir aujourd'hui un objectif sur le déficit (le flux) dès lors qu'il n'est pas justifié par une doctrine claire sur la dette (le stock) ? À long terme, c'est cette dernière qui compte, quelle que soit l'opinion qu'on puisse avoir sur sa bonne gestion. Faute d'idées claires sur le sujet, le Pacte de stabilité se rabat sur une règle arbitraire de limitation des déficits annuels, qui laisse de fait dans le flou l'entente des gouvernements sur les principes d'une bonne gestion publique à long terme (cf. Creel, 2001). Au printemps 2001, la crispation du Conseil européen sur l'expansionnisme budgétaire irlandais, vilipendé en dépit des larges excédents budgétaires de ce pays, était symptomatique des carences de cette entente. Si un tel expansionnisme prévaut, la hausse des prix relatifs irlandais est un moyen plus naturel de le corriger au sein d'un marché et d'une zone monétaire unifiés qu'une restriction budgétaire susceptible d'accroître encore les excédents.

## Un baptême du feu difficile

La contrepartie de l'organisation institutionnelle, quelque peu bricolée, que s'est donnée l'union monétaire est la concentration de l'attention des commentateurs comme des agents économiques sur l'action de la BCE. C'était inévitable, mais cette action, pour être correctement évaluée, mérite d'être située dans l'ensemble du contexte économique et institutionnel qui fait de la banque centrale une puissance finalement fort vulnérable.

D'un point de vue institutionnel, la BCE disposait *a priori* d'un avantage sensible sur ses homologues : neuve dans la profession et vierge de traditions trop pesantes, elle était supposée pouvoir user de son inexpérience comme d'une vertu, afin d'incorporer dans son action tout ce que la réflexion économique était censée avoir apporté de neuf à propos de la politique monétaire dans les années 1990. Vu ainsi, la BCE aurait pu progressivement s'imposer comme la meilleure des banques centrales. En effet, elle semblait à même d'opérer la synthèse idoine entre l'expérience acquise des banques centrales (la Buba, diminutif de la Bundesbank, comme la FED) et les théories de la politique monétaire aujourd'hui à

la mode. Elle paraissait d'autant plus en position de le faire que sa super-indépendance, qui découle tout autant de son éloignement pratique de la société civile européenne que de son statut institutionnel — la Buba avait, de fait, beaucoup plus de comptes à rendre à la société allemande — l'autorise à définir librement les règles guidant son action, dans le respect du mandat fondamental qui lui est confié, à savoir la stabilité des prix, sans que les moyens et les instruments mis en œuvre à cet effet ne lui soient imposés par un quelconque traité (encadré 1). Il est d'ailleurs remarquable que la BCE ait pu disposer de l'indépendance nécessaire pour fixer elle-même ce en quoi consistait précisément son mandat : si le traité d'Union européenne évoque explicitement la « stabilité des prix », c'est bien la BCE et elle seule qui a traduit cette obligation par une limite supérieure de l'inflation à 2 % en rythme annuel sur un horizon de moyen terme<sup>4</sup>. Elle aurait pu tout aussi bien fixer cette limite à 1 % ou 3 % : les conséquences macroéconomiques en eussent été modifiées ! La BCE est soumise à certaines obligations d'information vis-à-vis des autres institutions communautaires mais les contraintes formelles qui limitent son autonomie de décision sont faibles. Si, dans la pratique, la BCE s'est montrée ouverte au dialogue inter-institutionnel, notamment avec le parlement européen, elle ne s'est pas privée, en contrepartie, d'exercer un « droit d'ingérence » étendu dans le débat de politique économique, en émettant avis et recommandations allant bien au-delà de son domaine de compétence monétaire<sup>5</sup>. Elle a vite adopté le rôle de gardienne de l'orthodoxie des politiques, conjoncturelles aussi bien que structurelles. Sceptique à l'égard des perspectives de croissance européenne, elle s'est exprimée à l'encontre d'une générosité des allègements fiscaux qui ne serait pas gagée par une limitation suffisante des dépenses publiques.

### I. Le statut institutionnel et les règles d'action de la BCE

Le statut de la BCE, défini dans les traités de l'Union européenne (celui de Maastricht, dont les articles concernés sont repris par les traités d'Amsterdam et de Nice), s'inspire clairement du statut de la Bundesbank, mais la garantie d'indépendance y est affirmée avec encore plus de force que dans la loi de 1957 sur la Bundesbank.

La BCE constitue, avec les Banques centrales nationales (BCN), le Système Européen de Banques Centrales (SEBC). Les BCN, dont les statuts ont été mis en conformité avec ceux du SEBC avant son établissement, sont dans un rapport de subordination à l'égard de la BCE, qui est le lieu unique de la souveraineté

4. Notons cependant que dans un document publié en 2001 (ECB, 2001b), il est rappelé qu'au moment d'adopter les grandes orientations de politique économique, en 1995, le Conseil ECOFIN avait indiqué qu'un taux d'inflation annuel de 2 % devait être considéré comme la valeur maximale compatible avec la stabilité des prix.

5. Pour une analyse précise du discours de la BCE, voir Dufresne (2000).



monétaire. La décentralisation des opérations courantes du SEBC obéit, sous cette contrainte, au principe de subsidiarité. Le SEBC est animé par les trois instances de décision de la BCE.

— Le *Conseil des gouverneurs* définit la politique monétaire et arrête ses orientations. Il se compose des gouverneurs des BCN et des six membres du directoire. Il décide à la majorité simple, avec une voix prépondérante au président en cas de partage des voix.

— Le *Directoire* met en œuvre les orientations et les décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs. Le président, le vice-président, et les quatre autres membres qui le constituent sont nommés par le Conseil des chefs d'État, après consultation du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs.

— Le *Conseil général* regroupe le président, le vice-président de la BCE et les gouverneurs de toutes les BCN de l'Union européenne, y compris celles dont les pays ne participent pas à la zone euro. Il supervise le SME-bis organisant la coopération monétaire entre cette zone et les autres pays de l'UE.

Le traité assigne comme objectif principal au SEBC la stabilité des prix. Le soutien aux autres objectifs de politique économique de l'Union est conditionné par le respect de cet objectif fondamental. Les objectifs de croissance et d'emploi ont clairement une priorité moindre pour la BCE que pour la Réserve fédérale américaine. C'est le Conseil des gouverneurs lui-même qui a choisi de définir quantitativement l'objectif de stabilité des prix : une progression annuelle de l'indice des prix à la consommation harmonisé inférieure à 2 % dans la zone euro, sur un horizon de moyen terme.

L'indépendance des organes de décision de la BCE et des BCN à l'égard d'instructions émanant des instances communautaires et des États membres est clairement affirmée dans le traité. L'indépendance personnelle des membres de ces organes est également assurée. La durée de leur mandat est fixée à cinq ans pour les gouverneurs des BCN, à huit ans (non renouvelables) pour les membres du directoire.

Le financement monétaire, par la BCE ou les BCN, des entités publiques est expressément interdit.

La BCE doit présenter un rapport annuel sur son action à l'attention des instances communautaires. Son président est auditionné quatre fois par an par le Parlement européen. Mais celui-ci n'a pas, à la différence du Congrès américain à l'égard de la Réserve fédérale, le pouvoir de modifier les statuts de la BCE. Les exigences formelles de transparence qui pèsent sur la BCE sont également limitées : le secret des débats et des votes au sein du Conseil des gouverneurs est garanti. Si la BCE devient plus transparente, ce sera de son propre gré. Le Comité économique et financier, où chaque État membre, la Commission et la BCE envoient chacun deux délégués, est la seule instance régulière de dialogue entre ces institutions.

La politique de change relève d'une responsabilité partagée entre la BCE et le Conseil européen (restreint au sous-groupe constituant l'Eurogroupe). Le Conseil a la responsabilité de conclure les accords de change avec les pays tiers et de formuler les orientations fondamentales de change, sous réserve de la consultation de la BCE et du respect de l'objectif de stabilité des prix. La BCE a la responsabilité opérationnelle de la politique de change. C'est là un partage des tâches dont la délimitation précise sera visiblement affaire de jurisprudence. Ainsi, dès janvier 1999, la BCE s'exprime ainsi, dans son bulletin n° 1 : « Etant

donné que la politique de change doit être compatible avec la politique monétaire, le traité dispose que l'objectif principal de la politique de change de la Communauté est le maintien de la stabilité des prix... Il [l'article 109] indique en outre que le Conseil des ministres, statuant à la majorité qualifiée, peut également formuler des « orientations générales » de politique de change à l'intention de l'Eurosystème... le Conseil des ministres a annoncé, sans toutefois que cette annonce ait valeur juridique, qu'il n'émettrait des « orientations générales » que dans des circonstances exceptionnelles, par exemple en cas de distorsion patente du taux de change ».

D'un point de vue économique, l'inexpérience de la BCE pouvait cependant plutôt apparaître comme un handicap : la littérature économique relie généralement la crédibilité (cf. Creel et Fayolle, 2002) à la (bonne) réputation. Or, cette dernière s'acquiert avec l'expérience. L'émergence d'une nouvelle autorité monétaire donne donc lieu à une sorte de *round* d'observation qui n'est pas aisé à gérer. Stressé par cette situation, le directoire de la BCE, plutôt que de mener une politique qui s'efforce de concilier le pragmatisme avec la fidélité à ses objectifs prioritaires, pouvait céder à la croyance que la rigidité allant jusqu'au dogmatisme était parmi les conditions d'une efficacité sans faille de la politique monétaire. Mais, en menant alors une politique biaisée vers la restriction, suiviste à l'égard des décisions américaines, comme vis-à-vis des supposées attentes des marchés, la BCE courait le risque d'être incomprise, voire incompréhensible, en apparaissant trop déconnectée des perspectives de croissance européenne.

De fait, les débuts de la BCE livrent une impression mitigée, dont la relative inexpérience n'est sans doute pas la seule cause. La BCE n'a certes pas vraiment failli, elle a plutôt accompagné 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<sup>6</sup>. En dépit de ces efforts de clarification et d'adaptation, les

6. Otmar Issing (2000) confirme cette reconnaissance d'un plancher d'inflation en s'appuyant sur une lecture pointilleuse du texte de référence : « Après l'officialisation de la stratégie de politique monétaire, le Conseil des gouverneurs a décidé de préciser numériquement ce qui devait être interprété comme la stabilité des prix dans la zone euro : « une augmentation annuelle de l'indice harmonisé des prix inférieure à 2 % ». A travers l'adoption du terme 'augmentation', il était clair que des taux de variation négatifs de cet indice étaient contradictoires avec la définition de la stabilité des prix : cette définition est donc symétrique, dans le sens où elle exclut à la fois les taux de variation négatifs (déflations) et fortement positifs (inflation) de l'indice des prix. » (en anglais : « Upon announcement of the monetary policy strategy, the Governing Council decided to specify numerically what is to be interpreted as price stability in the euro area: « a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices of below 2 percent. » Through the adoption of the word « increase » it was made clear that negative rates of change of the HICP are inconsistent with the definition of price stability: the definition is, therefore, symmetric, in the sense that it excludes both negative (deflation) and significantly positive (inflation) rates of change of the price index »).

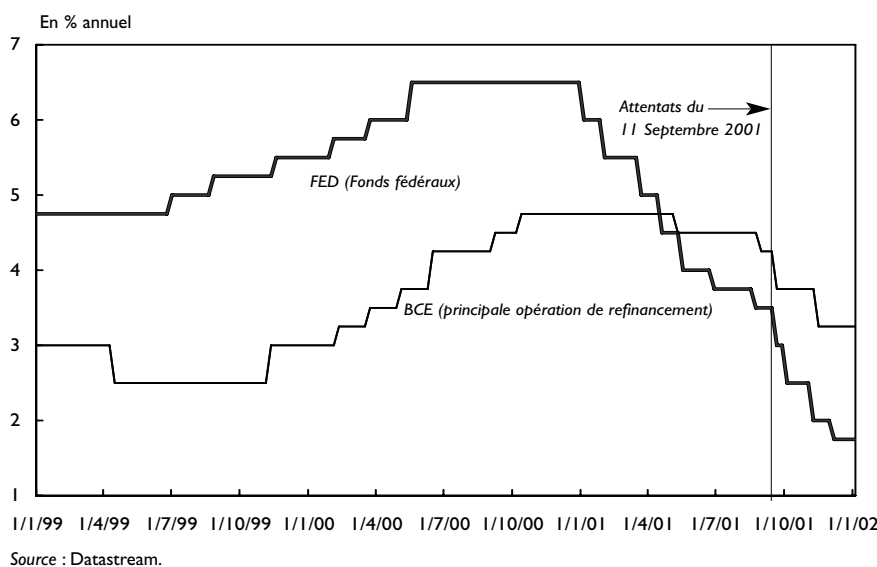
opérateurs et les commentateurs n'ont semblé accorder à la BCE qu'une confiance limitée. Les expressions publiques de ses dirigeants, révélant leurs discordances et leurs tâtonnements, ont été commentées avec une certaine ironie. Cette impression s'est renforcée durant l'été 2000, lorsque les déclarations et les interventions unilatérales de la BCE s'avérèrent impuissantes à contrer le cours baissier 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 une nouvelle fois révélées décevantes.

Les tergiversations de la BCE sont apparues une fois de plus de nature à discréditer son action 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 États-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. À la mi-septembre, la BCE a décidé une baisse plus importante, d'un demi-point, mais cette décision est plus apparue comme une concession à la situation créée par les attentats aux États-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).

Les nombreuses critiques à l'encontre de la mise en œuvre de la politique monétaire commune en Europe sont peut-être la rançon d'un excès de puissance, comme si la BCE, qui monopolise aujourd'hui une vision et un traitement unifiés de la conjoncture européenne, focalisait les doutes affectant la viabilité et les vertus de l'union monétaire — à commencer par ceux qu'a suscités, à tort ou à raison, la baisse de l'euro intervenue depuis son lancement. L'expérience récente, depuis 1999, corrobore le rôle dominant du différentiel anticipé de croissance entre la zone euro et les États-Unis dans l'évolution du cours de l'euro par rapport au dollar, bien plus que le rôle des écarts de taux d'intérêt. Si c'est le cas, la capacité des gouvernements et des banques centrales, de part et d'autre de l'Atlantique, à gérer intelligemment le *policy mix*, est un élément fondamental dans la détermination de la parité

euro/dollar. La poursuite des interrogations sur la justification de la domination du *policy mix* européen par la BCE, et donc sur la possibilité d'une meilleure configuration des politiques économiques, s'en trouve légitimée. Au vu des résultats obtenus jusqu'alors, on peut développer deux types radicalement différents de position : ou bien l'on considère que les politiques économiques n'ont aucune responsabilité dans les mauvais comme dans les bons résultats d'une économie, et le questionnement précédent est hors de propos ; ou bien l'on admet que ces politiques ont une efficacité dans l'arbitrage entre inflation et chômage, et, en ce cas, il est important de reconsidérer la mise en œuvre des politiques budgétaires et monétaire dans la zone euro.

### I. Taux directeurs de la FED et de la BCE



## Trois ans de politique monétaire au sein de la zone euro

Porter une appréciation sur la politique effectivement menée par la BCE depuis le démarrage de la zone euro, en janvier 1999, n'est pas aisé. 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. À l'automne 2001, la courbe des taux par échéance s'en trouve fort aplatie. Cet aplatissement intervient très précocement, alors que l'expansion européenne est encore loin de sa maturité, et ne peut être d'emblée considéré comme un indice de crédibilité de la banque centrale.

— 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 à proximité mais plutôt en-dessous des taux au jour le jour. Les opérateurs financiers semblent escompter un relâchement de la politique monétaire, lequel se fait 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, à l'automne 2001, les taux à un an correspondent toujours au minimum de la courbe. L'attente du relâchement n'est pas encore pleinement satisfaite.

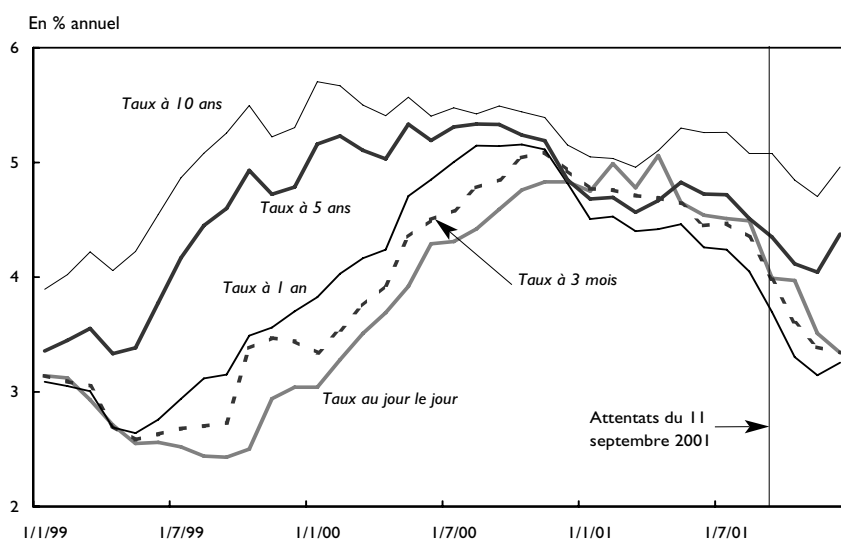
Cette oscillation complète, en trois ans, du principal taux directeur de la BCE est à l'image des fluctuations européennes : les cycles en sont vraiment raccourcis ! Mais on ne peut qu'être frappé par le fait que ce mini-cycle apparaît reproduire, en le décalant et en l'amortissant, le mouvement analogue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

Ce *timing* de la politique monétaire européenne peut être apprécié diversement, selon la référence à laquelle on le rapporte, et cette difficulté d'évaluation complique sans doute l'acquisition de sa crédibilité par la BCE. On peut en effet le rapporter :

- aux données observables de la conjoncture intrinsèque 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 alors preuve d'originalité, ou de similarité, par rapport à celle de la FED ?

Ces trois modes de lecture sont adoptés successivement.

## 2. Taux d'intérêt à différentes échéances dans la zone euro



Sources : BCE et Eurostat.

## L'ajustement du taux directeur de la BCE aux performances d'activité et d'inflation de la zone euro

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 zone<sup>7</sup>.

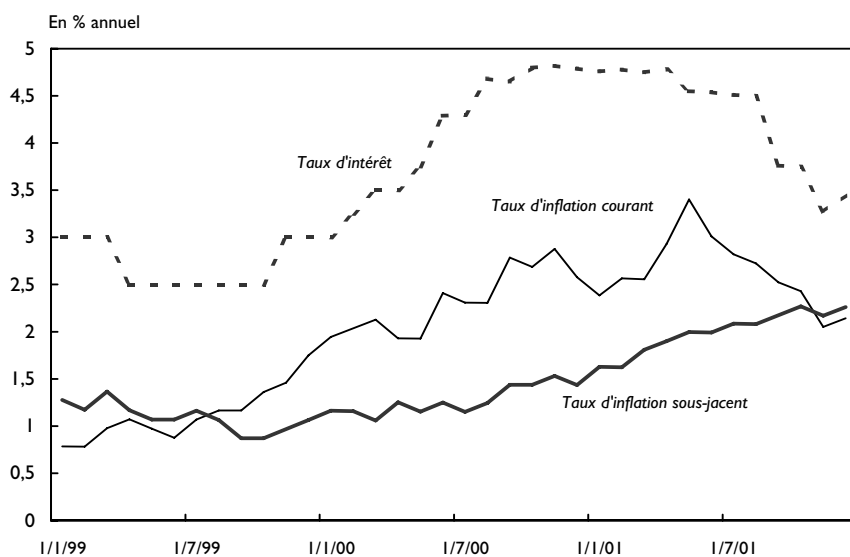
La BCE a visiblement réagi très rapidement à l'accélération apparente de l'inflation. La première hausse de taux, en novembre 1999, intervient alors que depuis l'été le glissement de l'indice des prix passe progressivement d'un rythme de 1 % à 1,5 % l'an. Mais, sur l'inflation sous-jacente, il est bien 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 observée. 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 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, témoigne-t-il d'une certaine impuissance de l'action 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.

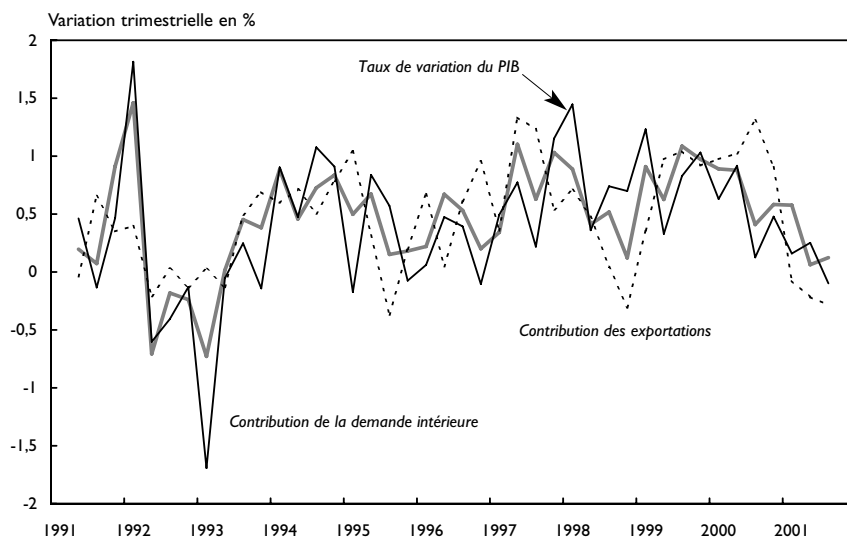
7. La contribution d'un poste de demande à la variation du PIB correspond à la variation spécifique de ce poste, pondérée par la part de ce poste dans le PIB à la période précédente. On considère généralement plutôt la contribution nette du commerce extérieur (exportations — importations) que celle des seules exportations. Les profils de ces deux contributions ne sont guère différents, bien qu'évidemment leurs niveaux le soient beaucoup plus. Mettre l'accent sur la contribution des seules exportations a l'avantage d'attirer l'attention sur les impulsions primaires en provenance de la demande externe et de les rendre plus comparables à celles de la demande interne.

3. Taux d'intérêt et d'inflation dans la zone euro



Sources : BCE et Eurostat.

4. Contribution des composantes de la demande à la croissance du PIB de la zone euro



Source : Eurostat.



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 États-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'éventualité d'un biais procyclique de la politique monétaire européenne, qui ne contribue pas à contrer le ralentissement précoce de l'expansion (pour employer une expression prudente), est plutôt corroborée par cette première approche. On montre par la suite (cf. la dernière section) que la BCE semble réagir avec un certain retard au ralentissement de la conjoncture.

## Une BCE à la remorque de la FED et de la conjoncture internationale ?

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 l'impression d'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 l'année 2000 incluse, 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 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. Le problème étant que 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 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.

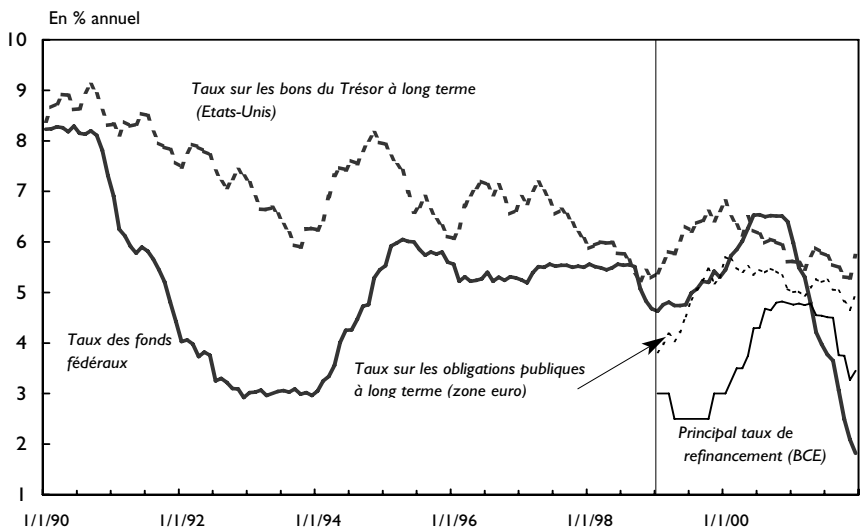
Dans le même temps, le mouvement des taux longs européens paraît prioritairement lié à la conjoncture des marchés mondiaux, si l'on prend les taux longs américains comme représentatifs de celle-ci. Aux États-Unis, le resserrement de la politique monétaire, de l'été 1999 à l'été 2000, est justifié par la sensible accélération de l'inflation<sup>8</sup> 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 dix 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

8. 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.

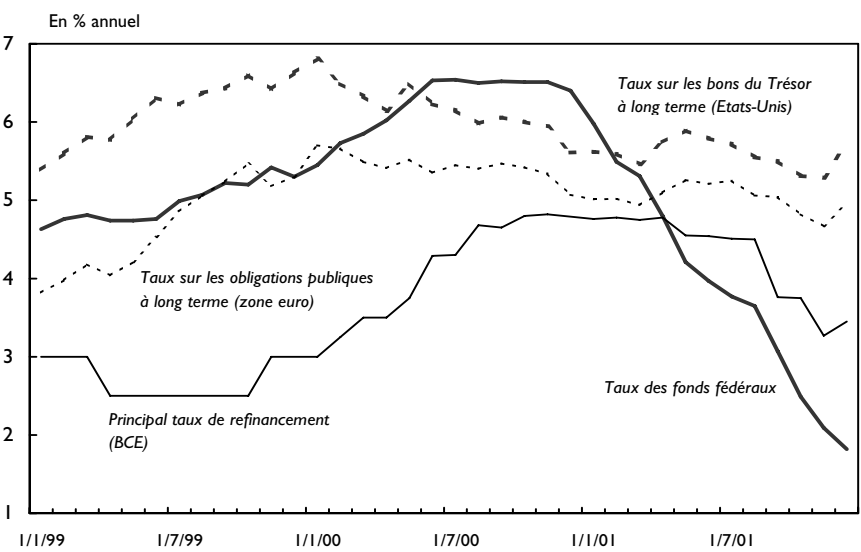
par les créations d'emplois. Mais, ensuite, le *timing* de la politique monétaire et de l'ajustement des taux ne paraît guère adapté à la consolidation de cette expansion.

5. Taux d'intérêt européens et américains, courts et longs



Sources : Business Conditions Digest et Eurostat.

6. Taux d'intérêt européens et américains, courts et longs



Sources : Business Conditions Digest et Eurostat.

## Les 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 qui n'est pas sans intérêt dans le cadre d'une interrogation sur le 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 ne sont pas sans rappeler 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 États-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.

Durant la première année, le durcissement monétaire américain et son homologue 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 auteurs (voir par exemple Brender et Pisani, 1999, ou Mankiw, 2001) 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 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. C'est parce que la FED « dégage » plus vite que les marchés financiers n'ajustent leurs anticipations et qu'ensuite ces derniers s'adaptent en surréagissant aux décisions monétaires que la transmission de celle-ci à l'économie est 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, et non pas aux États-Unis, et que la baisse du taux de chômage est d'ampleur tout à fait semblable, entre États-Unis et zone euro, sur la période qui précède et recouvre l'intervalle de hausse des taux (graphique 8). Et 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, ceux-ci manifestent une orientation hésitante : leur montée s'interrompt, alors que, si les craintes d'une résurgence inflationniste manifeste et persistante demeuraient fondées, une telle montée aurait dû accompagner le resserrement monétaire qui ne prend fin qu'à l'automne 2000 ; mais 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 bien du mal à imprimer sa marque propre sur l'orientation des taux longs européens.

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. Le handicap de la BCE résiderait fondamentalement dans les facteurs expliquant cette inertie, à la hausse ou à la baisse, de ses taux directeurs. Il faut cependant noter, ce qui est important, 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.

Il y a évidemment une différence majeure entre États-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 (spécialement sous-jacente) est plus faible en Europe qu'elle ne l'était aux États-Unis en 1993-94 et le chômage, en revanche ou complémentirement, 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 l'inflation augmente à partir d'un niveau faible. Car une telle action préventive signifierait que la banque centrale considère comme structurellement élevé le taux de chômage d'équilibre : c'est bien au demeurant le reproche qui est adressé à la BCE et que contribuent à valider les deux approches précédentes, mais ce reproche aurait

encore été plus fondé si la BCE avait été aussi réactive que l'a été la FED au cours des années 1990...

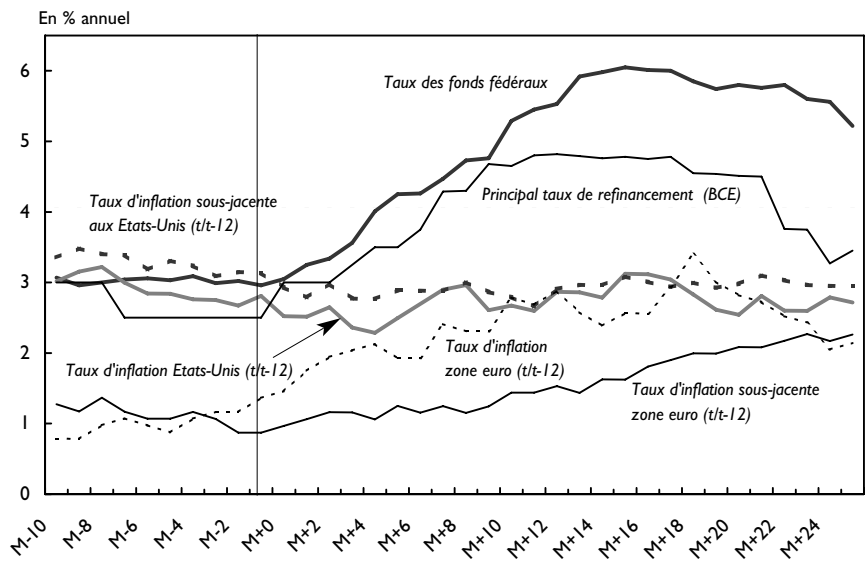
Cette dernière approche suggère que, dans une certaine mesure, les expériences américaine et européenne restent irréductibles l'une à l'autre. On s'en aperçoit aisément lorsqu'on essaie d'appliquer à la zone euro la règle de taux d'intérêt estimée par Mankiw (2001) pour la FED. La formule qui, pour Mankiw, ajuste au plus près la politique monétaire américaine des années 1990 est très simple :

$$i_t = 8,5 + 1,4 * (core\_inf_t - tcho_t)$$

où  $i$  est le taux des *Federal Funds*, l'inflation sous-jacente (*core\_inf*) correspond à la hausse des prix à la consommation sur les douze derniers mois, après exclusion de l'énergie et de l'alimentation, et *tcho* est le taux de chômage. Cette formule résume les impressions qui découlent des graphiques précédents. Si on applique brutalement cette formule aux données de la zone euro, on trouve deux résultats : le taux de refinancement pratiqué par la BCE depuis 1999 aurait dû être en permanence franchement plus bas qu'il ne l'a été, et même négatif, mais il aurait dû aussi connaître depuis début 1999 une remontée nettement plus prononcée que celle qu'il a connu...

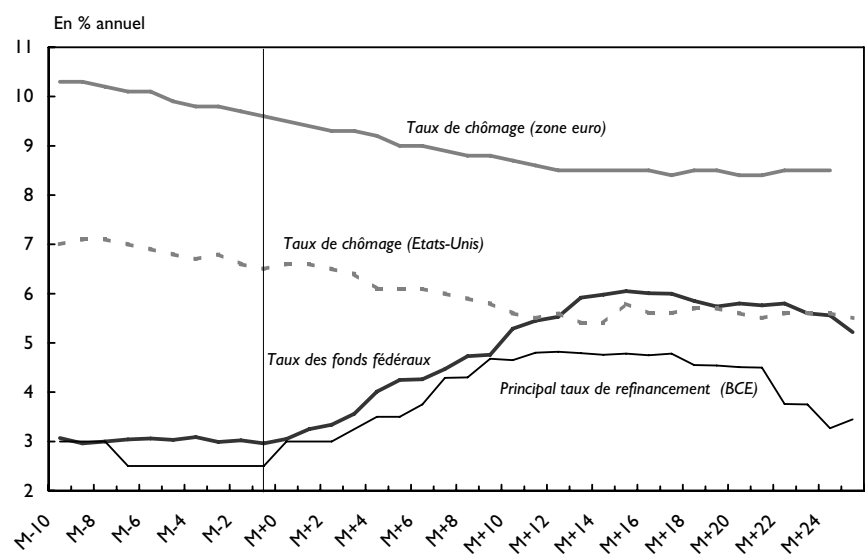
L'exercice révèle en fait des préférences implicites différentes des autorités monétaires américaines et européennes, ou plus largement des institutions respectives, à propos du chômage : les institutions européennes sont, de fait, plus tolérantes à l'égard d'un chômage élevé mais cette tolérance, qui 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. Une banque centrale qui montre qu'elle prend en permanence à cœur l'objectif de lutte contre le chômage peut être en revanche 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.

**7. Taux d'intérêt européens et américains, courts et longs  
(M+0 = Janvier 1994 pour les Etats-Unis, novembre 1999 pour la zone euro)**



Sources : Business Conditions Digest et Eurostat.

**8. Taux d'intervention des banques centrales et taux de chômage  
(M+0 = Janvier 1994 pour les Etats-Unis, novembre 1999 pour la zone)**



Sources : Business Conditions digest et Eurostat.

## Pourquoi la BCE ne sera pas un simple clone de la Buba

La référence institutionnelle de la BCE est clairement la Buba 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.

Selon Aglietta (2000), la Banque centrale qui agit au sein d'un système financier contemporain est confrontée à un double défi : elle doit garantir la qualité de la monnaie, c'est-à-dire la stabilité de sa valeur interne et externe ; et assurer des conditions de liquidité concourant à la bonne régulation de l'activité économique. La Buba s'efforçait — avec un certain succès — de concilier ces deux objectifs par « une stratégie de construction de la confiance » qui légitimait son action auprès des acteurs économiques et sociaux. Dans ce cadre, la cible intermédiaire de masse monétaire — l'objectif quantitatif de moyen terme — avait un sens qui n'était pas réductible à une norme monétariste brutalement imposée aux agents<sup>9</sup>. Au sein de l'économie sociale de marché germanique, la cible quantitative traduisait le consensus des acteurs publics et privés sur la norme d'inflation incorporée dans cette cible. Le modèle d'inspiration monétariste, formalisant cette définition de la cible, était un moyen d'ancrer les anticipations autour de la référence commune et de rationaliser ainsi ces anticipations : la norme d'inflation devenait inflation d'équilibre, autour de laquelle gravitaient les ajustements dynamiques de prix. La dynamisation du modèle offrait une

9. Cf. Fricke (1993) 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), 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.



grille d'interprétation des écarts de court terme entre l'inflation effective et la norme d'inflation. Ces écarts pouvaient provenir d'un dérapage de la gestion monétaire, d'écarts temporaires entre la croissance effective de l'activité et sa croissance potentielle anticipée, ou de chocs structurels inattendus affectant cette croissance potentielle — ce dernier cas devant conduire à une révision de la cible intermédiaire. L'interprétation de ces écarts légitimait l'intervention de la Bundesbank dans l'arbitrage entre chômage et inflation.

Ces principes d'action étaient efficaces tant qu'ils participaient à un ensemble de procédures sociales fondant solidement le consensus social anti-inflationniste — dont l'ordo-libéralisme allemand, d'Adenauer à Kohl, constituait le principe directeur (cf. encadré 2). L'indépendance de la banque centrale lui permettait d'arbitrer sereinement entre le respect de la règle stratégique de moyen terme et la souplesse tactique face aux perturbations conjoncturelles, et cette indépendance était équilibrée par un principe de responsabilité qui n'excluait pas la banque centrale du dialogue politique et social<sup>10</sup>. Le pragmatisme a dominé les relations entre la Bundesbank et le gouvernement allemand, au-delà de péripéties circonstancielles, qui ont elles-mêmes incité les acteurs concernés à faire preuve d'esprit de consensus. Lorsque le consensus s'est dégradé — comme ce fut le cas, dans les années quatre-vingt-dix, à la suite de l'unification allemande mais aussi d'un affaiblissement plus structurel du modèle économique germanique et de la qualité de sa spécialisation, les deux phénomènes concourant pour aiguïser les conflits de répartition — l'objectif intermédiaire de cible quantitative est devenu le support d'une pratique qui a viré du pragmatisme au dogmatisme.

Dans des conditions plus difficiles, la politique monétaire a continué de s'efforcer à juguler l'inflation, devenue elle-même plus vivace, mais elle a dégénéré en la gestion rigide d'un agrégat monétaire dont la contrôlabilité et le contenu informationnel se dégradèrent, en raison des innovations financières et des mutations de l'économie. L'évolution empirique de cet agrégat est devenue moins interprétable et son suivi prioritaire n'a plus permis de fonder aussi solidement l'action courante de la banque centrale. Le bien-fondé de celle-ci a été contestée aussi bien en Allemagne même (voire au sein du Conseil de la banque) que chez les partenaires européens de l'Allemagne, spécialement à l'occasion de l'éclatement de la crise du SME, à l'automne 1992 : le relèvement des taux directeurs jusqu'au milieu de cette année-là est apparu comme excessif, compte tenu de la conjoncture vacillante des autres pays européens<sup>11</sup>. Certes les ajustements économétriques ne dénotent pas

10. On trouve ce même type de responsabilité de la politique monétaire vis-à-vis des acteurs sociaux (syndicats, patronat) en Italie jusqu'au milieu des années 1980 (cf. Tarantelli, 1983). Cette responsabilité est partie intégrante du « néocorporatisme », terminologie spécifique dont les fondements sont très proches de ceux de l'économie sociale de marché germanique.

11. Voir, pour un retour récent sur cet épisode, Brender et Pisani (2001, pp.182-192).

toujours d'inflexion dans la règle de comportement de la Buba <sup>12</sup>, mais c'est d'une certaine façon cette stabilité même qui fait problème : en gardant inchangée sa règle d'action monétaire dans un contexte radicalement modifié, la Buba a pesé lourd sur les choix de financement de l'unification et leurs répercussions externes, alors que le projet d'union monétaire paraissait très incertain.

## 2. Qu'est-ce que l'ordo-libéralisme ?

(*extrait de l'article « République fédérale d'Allemagne : économie »,  
Alphonse Losser, Encyclopædia Universalis, édition 1999,  
passages soulignés par les auteurs*)

L'ordo-libéralisme constitue l'un des rameaux du néo-libéralisme qui se développe, après la Première Guerre mondiale, dans la plupart des pays occidentaux. Ses principaux théoriciens sont Walter Eucken, Franz Böhm et leurs collègues de l'École de Fribourg-en-Brisgau, ainsi que Wilhelm Röpke et Alexander Rüstow. Le mot « ordo » symbolise leur démarche. Il a une double signification. Il exprime d'abord une prise de position philosophique, qui implique le rejet tout à la fois du matérialisme hédoniste des libéraux classiques et du matérialisme évolutionniste des théoriciens marxistes. Idéaliste au sens philosophique du terme et volontariste à cause de sa foi dans l'homme comme moteur de l'histoire, l'ordo-libéralisme estime possible et nécessaire d'organiser l'économie en fonction d'un modèle consciemment choisi et scientifiquement défini. Le mot « ordo » exprime ensuite un projet de société. Le système économique doit satisfaire à deux conditions: être digne de l'homme, c'est-à-dire conforme à ses exigences morales de liberté, d'égalité et de stabilité; être efficace dans la satisfaction de ses besoins matériels. Pour les ordo-libéraux, seul le régime de concurrence répond à cette double exigence. Mais il ne se réalise pas de lui-même. Il ne se développe qu'à l'intérieur d'un cadre forgé et maintenu par l'État, au sein d'un ordre construit par la loi.

La pierre angulaire de cet ordre est la constitution économique (Wirtschaftsverfassung), incluse dans la constitution politique et affirmant que la réalisation de la concurrence est le critère essentiel de toute mesure de politique économique. Après son approbation par le peuple dans le cadre de l'adoption de la constitution politique, la constitution économique est complétée par les principes constituants (die konstituierenden Prinzipien) élaborés par les spécialistes de l'économie et non plus par le peuple. Ces principes sont les suivants : l'existence d'une monnaie stable ; le libre accès au marché; la propriété privée, conçue moins comme un droit que comme une exigence du système ; la liberté des contrats et son corollaire, la pleine responsabilité civile et commerciale des entreprises ; la stabilité de la politique économique, nécessaire

12. Ainsi, Brociner et Chagny (1996, p.117) notent, sur la base de leurs propres estimations, que « la Bundesbank est restée logique avec elle-même tout le long de cette période » (fin 1990 à mi 1992). Bouscharain (2001) conclut pour sa part à une surréaction de la Buba à l'inflation anticipée bien plus marquée dans les années 1990 que dans les deux décennies antérieures.

au développement des investissements et à la prévision économique. On note que la stabilité monétaire constitue le premier des principes constituants.

Il ne suffit pas d'intégrer la constitution économique à la constitution politique pour que le réel se confonde avec l'idéal. L'objet de la politique économique est de rapprocher le premier du second, par des interventions conformes à la logique de l'économie de marché (*Marktkonform*). Les ordo-libéraux définissent, avec précision, les conditions de l'action des pouvoirs publics en établissant une distinction entre le cadre et le processus. Le cadre est tout ce qui entoure la vie économique, comme la démographie, l'enseignement, le droit, l'environnement, etc. Dans ces domaines, l'État peut et doit intervenir très largement. Son action sera qualifiée d'ordonnatrice (*Ordnungspolitik*). Le processus est l'activité économique elle-même. Le marché y détermine la formation des prix. Faussant les conditions de la concurrence, les interventions de l'État dans le processus sont particulièrement dangereuses. Restant donc nécessairement limitées, elles se bornent à éliminer les obstacles qui s'opposent au fonctionnement normal du marché. À l'égard du processus, la politique économique ne sera que régulatrice (*Prozesspolitik*).

L'économie sociale de marché se propose de réaliser la synthèse entre la liberté économique et la justice sociale. Au nom de la liberté économique, l'État doit mettre en œuvre une politique de concurrence. Au nom de la justice sociale, il doit lutter contre les inégalités engendrées par le système économique et mener une politique sociale. L'économie sociale de marché veut permettre aux individus la poursuite de leurs intérêts respectifs dans le cadre de la coordination par le marché et dans les limites fixées par la loi. Elle comprend des éléments constituants (*konstituierende Elemente*), formés par l'État de droit avec l'organisation de la propriété et de la concurrence, et des éléments complémentaires (*ergänzende Elemente*), qui sont la politique sociale et la politique de stabilisation macroéconomique.

Alors que le modèle germanique semblait prendre le dessus sur le modèle anglo-saxon dans les années 1980, le retour de ce dernier à un « pragmatisme éclairé », après le « dogmatisme monétariste » du début des années 1980, lui a permis de reprendre l'avantage : les approches américaine et britannique apparaissent alors mieux à même de prendre en compte la pluralité des canaux d'action de la politique monétaire au sein d'une économie libérale de marchés financiers et d'entretenir un dialogue plus ouvert avec la société et les responsables politiques. Fidèles à l'objectif fondamental de stabilité des prix, elles se veulent particulièrement attentives aux facteurs d'instabilité cyclique et au déroulement concret du cycle pour discerner les tensions effectives et situer leur action immédiate. Celle-ci repose sur un effort d'*objectivation* de la situation conjoncturelle, même s'il se heurte à la difficulté du diagnostic portant sur les prix des actifs financiers et qu'il ne parvient donc pas à éviter des dilemmes délicats aux responsables de la politique monétaire.

C'est dans ces conditions que la BCE a pris le relais de la Buba dans la conduite de la politique monétaire de la zone euro. Mais la BCE ne participe pas à l'ordre socio-économique européen, comme la Buba participait à l'économie sociale de marché germanique, tout simplement parce que le premier, qui reste faible et flou, est loin d'être en mesure de relayer la seconde à l'échelle communautaire. La carence de l'ordre social européen fait d'autant plus ressortir le déficit de responsabilité (*accountability*) qui est l'un des traits fondateurs de la BCE. Cette carence la conduit trop naturellement à un exercice solitaire de la politique monétaire, privilégiant des objectifs quantitativistes (cible d'agrégats monétaires) dont la relation avec l'activité économique reste mal élucidée, surtout maintenant que les marchés d'actifs jouent, là comme ailleurs, un rôle majeur et perturbant dans cette relation.

La stratégie des deux piliers, qui entend marier la référence à une cible quantitative de moyen terme avec l'examen circonstancié des déterminants multiples de l'inflation, exprime cette ambivalence, entre fidélité formelle à l'héritage allemand et prise en compte des « bonnes pratiques » anglo-saxonnes. Il n'est pas sûr que ce soit un mariage stable et Feldstein (2000), par exemple, considère même qu'il s'agit d'une confusion des genres. Le second pilier de la stratégie oriente plutôt l'action de la BCE vers un ciblage 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 et les propres projections de la BCE. Son efficacité passerait par la légitimité retirée d'une mise à l'épreuve publique de ses arguments et de ses prévisions dans un débat économique qui prenne en compte la réalité structurelle et conjoncturelle de l'union monétaire. La stratégie de politique monétaire, orientée explicitement vers le ciblage de l'inflation future, pourrait alors répondre à la définition qu'en propose Otmar Issing (2000, p. 329) : « La sélection d'une stratégie est très importante pour une banque centrale, car elle témoigne à la fois de la structure de filtrage et de traitement de l'information et sert de guide dans la communication externe avec le public ». Les agrégats monétaires sont remis à leur juste place : des indicateurs plus ou moins avancés, parmi d'autres, au sein de cette structure d'information soumise à examen public <sup>13</sup>. La responsabilité (*accountability*) ex

13. On peut lire en ce sens l'analyse proposée par Guéné (2001). L'adoption d'une cible intermédiaire d'agrégat monétaire peut se justifier lorsque la demande de monnaie obéit à une fonction suffisamment stable pour que l'évolution de l'agrégat révèle les chocs réels, d'offre et de demande, susceptibles d'affecter l'inflation. Une telle fonction semble prévaloir pour la zone euro, au vu des estimations pratiquées par l'auteur. Mais, lorsqu'on utilise l'écart entre l'agrégat observé et celui qui serait issu de cette fonction comme un élément prédictif de l'inflation future, de pair avec l'*output gap*, cet écart ne joue effectivement son rôle prédictif, au demeurant limité, qu'en deçà d'un horizon de six mois, mais pas au-delà. On peut donc voir dans cet écart un candidat, parmi d'autres, au rôle d'indicateur avancé à court terme de l'inflation, mais plus difficilement un indicateur de l'inflation monétaire de long terme — contrairement au modèle dit  $p^*$ , d'inspiration quantitative, qui suggère pourtant la spécification utilisée pour tester ce caractère prédictif.

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 auteurs (cf. Bofinger, 2000) 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'autres (cf. Reither, 2000 ; Solans, 2000) 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. E. D. Solans, qui appartient au Conseil des gouverneurs de la BCE, considère en particulier qu'une règle précise et rigoureuse de ciblage de l'inflation future pêcherait par un excès d'automatisme dont les inconvénients dépasseraient rapidement les avantages de la prédictibilité et de la transparence d'une telle règle.

Dans ce refus d'une politique définie en termes d'*inflation targeting*, l'argument 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, mérite d'être entendu. 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. À cet égard, la politique monétaire américaine des années 1990 est qualifiée par Mankiw (2001) 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.

## Quelles fonctions de réaction pour la Buba et la BCE ?

Sur données mensuelles entre début 1999 et septembre 2001, pour la zone euro, Bofinger (2001) a montré, par exemple, que la politique de la BCE pouvait être décrite par l'équation suivante :

$i_t = 2,7 + core\_inf_t + egap_p$ , où  $i$  est le taux directeur de la BCE,  $core\_inf$  est l'inflation sous-jacente et  $egap$  l'*output gap* anticipé (*output gap forecast*).

Ce résultat est intéressant à un double point de vue : il confirme nos analyses précédentes concernant la relativement faible réactivité de la politique monétaire à l'inflation présente, et il montre le poids finalement non négligeable accordé par la BCE à l'*output gap* anticipé.

Cette estimation sur un échantillon très faible est cependant fragile. Les taux d'intérêt observés mensuellement ont une variance affaiblie par les délais entre les décisions successives de la banque centrale. Une autre façon d'évaluer la règle de politique monétaire de la BCE peut consister à estimer celle de quelques grands pays européens et d'en déduire une règle moyenne pour la zone euro (cf. Mihov, 2001). Cette méthode présente pourtant un défaut majeur : elle laisse supposer que les pays appartenant au Système monétaire européen, hormis l'Allemagne, étaient en mesure de poursuivre une règle autonome de fixation de leurs taux d'intérêt directs, alors même qu'ils étaient dans la situation de pays-suiveurs par rapport à la politique menée par la Buba. Ainsi apparaît-il plus judicieux de tester la règle monétaire de celle-ci et d'évaluer sa capacité à décrire le comportement de la BCE (cf. Faust, Rogers et Wright, 2001).

Brociner et Chagny (1996) avaient estimé sur la période 1981 à 1994 des relations stables 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, cette préoccupation ne disparaissait pas à long terme mais l'objectif de lutte contre l'inflation acquérait un poids plus élevé lorsque l'horizon s'allongeait. Ce travail est ici actualisé. Cependant, contrairement à Brociner et Chagny, nous avons inclus l'*output gap* dans les estimations, plutôt qu'une association entre taux de chômage et taux d'utilisation des capacités productives.

La fonction de réaction de la Buba estimée par les MCO sur la période 1981 :1-1998 :4 donne les résultats suivants :

$$(1) \quad i_t = 0,65 + 0,86 i_{t-1} + 0,12 inf_t + 0,15 gap_t,$$

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

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

où  $i$  est le taux d'intérêt nominal à court terme,  $inf$  le taux d'inflation et  $gap$  l'*output gap*, tout deux exprimés en % annuel. Les données sont issues de l'OCDE<sup>14</sup>.

L'équation (1) indique que la Buba ne surréagissait pas aux évolutions de l'inflation : à l'état stationnaire ( $i_t = i_{t-1}$ ), 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.

Les règles de politique monétaire de la Buba estimées récemment (voir, notamment, Faust et alii, 2001), font cependant état d'une surréaction de la politique monétaire vis-à-vis de l'inflation future. En

14. Nous remercions Odile Chagny pour avoir mis ces données trimestrielles d'*output gap* à notre disposition.

effet, dans ces spécifications, le banquier central est supposé réagir en fonction de l'inflation anticipée et de l'*output gap* présent, avec un certain degré d'inertie. Faust et *alii* (2001) estiment ainsi l'équation suivante, entre 1985 et 1998, à partir de données mensuelles :

$$(2) \quad i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)\alpha + (1 - \rho)\beta inf_{t+12} + (1 - \rho)\gamma gap.$$

Après avoir remplacé les coefficients par leurs valeurs estimées<sup>15</sup>, on obtient :

$$(3) \quad i_t = 0,91i_{t-1} + 0,23 + 0,12inf_{t+12} + 0,01gap,$$

sachant que le coefficient devant l'*output gap* n'est pas significatif. Taux d'inflation et *output gap* sont exprimés en % annuel.

En comparaison avec l'équation (1), on voit bien que l'*output gap* n'a ici aucune incidence sur la politique monétaire de la Buba. Ceci témoigne-t-il du fait que les anticipations d'inflation qu'incorpore l'*output gap* sont explicitement présentes dans l'équation (3), alors qu'elles ne le sont pas dans l'équation (1) ?

Nous avons donc testé, toujours par les MCO, plusieurs autres spécifications de l'équation (1), en remplaçant notamment l'*output gap* par l'inflation future (cf. tableau 1). 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). Ainsi semble-t-il préférable de maintenir la variable *output gap* dans la règle monétaire plutôt que l'inflation anticipée. L'équation qui donne le plus d'information, tout en minimisant les critères d'Akaike et de Schwartz, est la spécification (1).

L'équation (1) est-elle cependant robuste à la méthode utilisée ? La réponse dépend, bien sûr, très fortement des instruments utilisés. Ainsi obtient-on des résultats très comparables (le degré de réaction de la politique monétaire à l'inflation est plus élevé mais reste, à l'état stationnaire, inférieur à l'unité) 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 les mêmes instruments que Faust et *alii* (2001), les résultats diffèrent assez largement : la surréaction monétaire à l'inflation devient manifeste. On notera que 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.

<sup>15</sup> L'estimation recourt à des variables instrumentales qui sont les variables retardées de l'équation (2).

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. C'est en cela que réside l'intérêt d'adopter un modèle à correction d'erreurs. Après avoir vérifié que les différentes variables impliquées dans l'équation (1) sont non stationnaires <sup>16</sup>, on peut retenir la relation de long terme suivante :

$$(4) \quad i_t = 4,64 + 0,77inf_t + 0,39 gap_t$$

(14,1)\*\*\* (8,0)\*\*\* (4,0)\*\*\*

$$\bar{R}^2 = 0,59; see = 1,6; DW = 0,78.$$

On a vérifié que les résidus de cette relation sont bien stationnaires <sup>17</sup>. Les variables taux d'intérêt, taux d'inflation et *output gap* sont donc cointégrées.

On peut dès lors retenir le modèle à correction d'erreur suivant :

$$(5) \quad \Delta i_t = 0,67 - 0,16(i_{t-1} - 0,77inf_{t-1} - 0,39 gap_{t-1}) + 0,11 \Delta inf_t + 0,15 \Delta gap_t;$$

(3,1)\*\*\* (-3,6)\*\*\* (2,8)\*\*\* (2,0)\*\*\*

$$\bar{R}^2 = 0,18; see = 0,56; DW = 1,00.$$

Les coefficients devant les termes d'inflation et d'*output gap* sont très proches de ceux obtenus dans l'équation (1). Ainsi, la spécification de court terme (équation 5) indique un arbitrage inflation-*output gap* très semblable à celui obtenu dans la première régression, indépendante de l'horizon. La Buba serait indifférente entre 1 % de croissance du PIB en moins (à PIB potentiel constant) et 1,3 point d'inflation en plus. À 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*. Néanmoins, la réactivité de la politique monétaire à l'*output gap* est plus forte à long terme qu'à court terme (équation 5).

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. Il apparaît, en effet (cf. graphique 9), 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 macro-économique européenne depuis le 1<sup>er</sup> 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 effectif et issu 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

16. Les différents tests de racine unitaire effectués laissent planer le doute sur l'ordre d'intégration du taux d'inflation. Les tests de Dickey-Fuller augmenté indiquent plutôt que le taux d'inflation n'est pas stationnaire, tandis que les tests de Phillips-Perron concluent à l'existence d'une racine unitaire. Dans le doute, nous considérons que le taux d'inflation est intégré d'ordre 1.

17. Sans trend, ni constante, la statistique ADF est égale à -3,16 (valeur critique à 5 % : -1,95) ; et la statistique de Phillips-Perron égale à -4,00 (valeur critique à 5 % : -1,95).



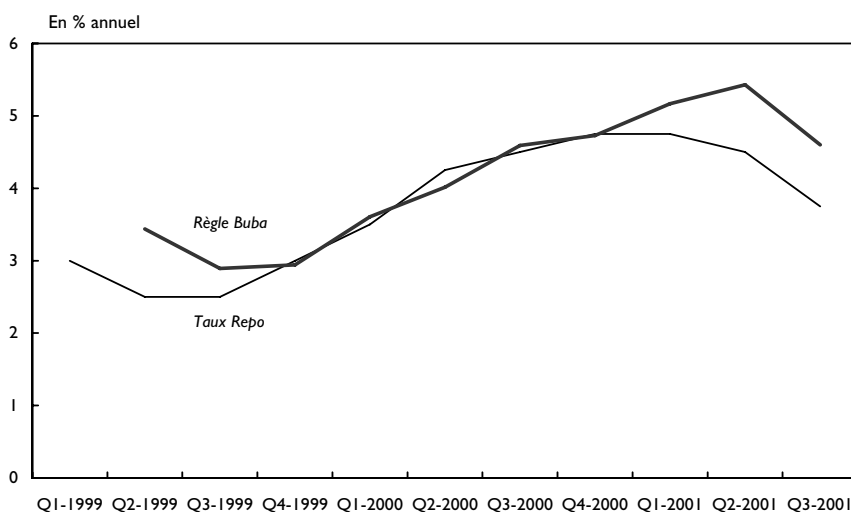
devance largement ce qu'aurait permis de prévoir la règle de la Buba appliquée à la zone euro. Un tel résultat, quoique sommaire, laisserait entendre que la réaction de la politique monétaire de la BCE à l'inflation présente serait vraisemblablement inférieure à l'unité — à condition de prendre en compte 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, est relativisé par cette simulation. Les résultats qui en sont issus ne doivent pourtant pas être surestimés : le mieux est sans nul doute d'estimer directement la règle monétaire de la BCE.

I. Estimations de la règle monétaire de la Bundesbank, 1981-1998, données trimestrielles

	M.C.O.				Double M.C.O. (a)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
$i_{t-1}$	0,85 (23,4)	0,92 (31,9)	0,93 (28,0)	0,86 (20,8)	0,76 (9,1)	0,64 (4,2)	0,79 (8,8)	0,90 (29,8)
$cste$	0,65 (3,2)	0,56 (2,5)	0,14 (0,72)	0,29 (1,50)	0,32 (1,1)	1,1 (2,9)	0,44 (1,3)	0,67 (3,1)
$inf_t$	0,12 (2,7)	—	—	0,10 (2,1)	—	0,49 (1,8)	—	—
$inf_{t+2}$	—	—	—	0,11 (2,3)	—	—	—	—
$inf_{t+4}$	—	—	0,09 (1,9)	—	0,51 (2,6)	—	0,39 (1,4)	—
$gap_t$	0,15 (4,3)	0,15 (4,0)	—	—	—	0,12 (1,9)	0,05 (0,5)	0,16 (3,8)
$\bar{R}^2$	0,95	0,95	0,94	0,95	0,87	0,90	0,90	0,95
see	0,54	0,57	0,61	0,59	0,91	0,79	0,78	0,57
Akaike	1,67	1,74	1,90	1,83	—	—	—	—
Schwartz	1,79	1,84	2,00	1,95	—	—	—	—
DW	1,09	1,04	0,99	1,00	1,48	1,48	1,40	1,01

(a) : Instruments :  $i_{t-2}$ ,  $inf_{t-1}$ ,  $inf_{t-2}$ ,  $gap_{t-1}$ , et  $gap_{t-2}$ .  
 NB : t-stat entre parenthèses.

## 9. Taux d'intérêt effectif et théorique, zone euro



Sources : BCE et calculs de auteurs.

## Conclusion

Après trois années d'existence, la BCE n'a pas démerité, loin s'en faut. Mais elle ne s'est pas encore forgée des principes d'action qui emportent la conviction. Elle a su, notamment, accompagner plutôt adroitement les turbulences du premier semestre 1999. Par la suite, elle a mis en œuvre une politique qu'on pourrait qualifier d'inerte plutôt que de 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 ». 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, le plus grand problème de la BCE reste le manque de confiance qu'elle inspire aujourd'hui encore aux agents économiques. La BCE reste bien en deçà de ce que l'on attend d'une banque centrale, en matière de crédibilité et de transparence (cf. Creel et Fayolle, 2002). 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. À 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.

## Références bibliographiques

- AGLIETTA M., 2000 : *Macroéconomie financière*, seconde édition, La Découverte, Collection Repères.
- BOFINGER P., 2000 : « Pro Inflation Targeting : Yes, but... », *CESifo forum*, vol. 1, n° 2, summer.
- BOFINGER P., 2001 : « The First Three Years of the ECB's Strategy : Pretence and Reality », papier présenté à l'Euro-Seminar of Nomura, Tokyo, 23 octobre.
- BOUSCHARAIN L., 2001 : « Quelle convergence des règles de politique monétaire en Europe avant l'euro ? », *Economie et Prévision*, 147 (1), janvier-mars.
- BRENDER A. et F. PISANI, 1999 : *Le nouvel âge de l'économie américaine*, Economica.
- BRENDER A. et F. PISANI, 2001 : *Les marchés et la croissance*, Economica.
- BROCINER A. et O. CHAGNY, 1996 : « La Bundesbank : une orthodoxie pragmatique », *Revue de l'OFCE*, n° 56, janvier.
- CAPOEN F., H. STERDYNIK et P. VILLA, 1994 : « Indépendance des banques centrales, politiques monétaires et budgétaires : une approche stratégique », *Revue de l'OFCE*, n° 50, juillet.

- CREEL J., 2001 : « Faut-il contraindre la politique budgétaire en union monétaire ? Les enseignements d'une maquette simulée », *Revue de l'OFCE*, n° 77, avril.
- CREEL J. et J. FAYOLLE, 2002 : « La Banque centrale et l'union monétaire européennes : les tribulations de la crédibilité », *Revue de l'OFCE* n° 81, mars.
- DEBRUN X. et WYPLOSZ C., 1999 : « Onze gouvernements et une banque centrale », *Revue d'Economie Politique*, n° 3, mai-juin.
- DUFRESNE A., 2000 : « Analyse du discours de la Banque centrale européenne », *mimeo*, Observatoire Social Européen.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Monthly Bulletin*, ECB Press Division, Francfort sur Main.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2000 : *Annual Report 1999*, ECB Press Division, Francfort sur Main, avril.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2001a : « Issues Related to Monetary Policy Rules », *Monthly Bulletin*, octobre.
- EUROPEAN CENTRAL BANK, 2001b : *The Monetary Policy of the ECB*, Francfort sur le Main.
- FAUST J., J.H. ROGERS et J.H. WRIGHT, 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.
- FAVERO C., X. FREIXAS, T. PERSSON et C. WYPLOSZ, 2000 : « One Money, Many Countries », *Monitoring the European Central Bank*, n° 2, CEPR, Londres.
- FELDSTEIN M., 2000 : « The European Central Bank and the Euro : the First year », *NBER Working Paper*, n° 7517, février.
- FITOUSSI J.-P., (sous la dir.) 1999 : *Rapport sur l'État de l'Union européenne 1999*, Fayard et Presses de Sciences-Po.
- 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.
- GUÉNÉ S., 2001 : « Agrégats et politique monétaires dans la zone euro », *Economie et Prévision*, 147 (1), janvier-mars.
- ISSING O., 2000 : « The ECB's Monetary Policy : Experience After the First Year », *Journal of Policy Modeling*, 22 (3).
- MANKIW N.G., 2001 : « U.S. Monetary Policy during the 1990s », *Working Paper* n° 8471, NBER, septembre.

MIHOV I., 2001 : « One Monetary Policy in EMU, Countries, Regions, Channels », *Economic Policy*, n° 33, octobre.

REITHER F., 2000 : « Contra Inflation Targeting : No, because... », *CEsifo forum*, vol. 1, n° 2, summer.

SOLANS E.D., 2000 : « Monetary Policy under Inflation Targeting », *contribution à la Conférence annuelle de la banque centrale du Chili*, Santiago du Chili, décembre

TARANTELLI E., 1983 : « The Regulation of Inflation in Western Countries and the Degree of Neocorporatism », *Economia*, 7(2), mai.