



LA POLITIQUE MONÉTAIRE EUROPÉENNE : UN BILAN APRÈS TROIS ANS

PHILIPPE MOUTOT *

ALEXANDER JUNG **

L'adoption de l'euro par onze États membres de l'Union européenne (UE) le 1^{er} janvier 1999 et par la Grèce le 1^{er} janvier 2001 s'est traduite par la mise en place d'une zone à monnaie unique pour quelque 300 millions de citoyens de l'UE. Ainsi, depuis le 1^{er} janvier 1999 et, pour la Grèce, le 1^{er} janvier 2001, la plupart des transactions en monnaie scripturale effectuées au sein de la zone euro l'ont été en euros. Puis à la suite de l'introduction des billets et pièces le 1^{er} janvier 2002, ces mêmes citoyens européens se sont mis à utiliser également la monnaie unique pour leurs transactions quotidiennes. Enfin, l'euro est présent sur toutes les grandes places financières internationales et se négocie sur les marchés des changes depuis trois ans. Quant aux actions, elles sont libellées en euros sur la plupart des marchés boursiers européens. Le passage à l'euro est donc achevé.

Le transfert de la souveraineté monétaire, au sein de la zone euro, des institutions nationales à une Banque centrale supranationale, la Banque centrale européenne (BCE), s'est opéré dans un cadre juridique solide et astreignant, à savoir le traité instituant la Communauté européenne (ci-après le traité). Les critères de convergence fixés par le traité offraient la garantie que les États membres adhérant à la zone euro avaient réalisé le degré élevé de convergence économique nécessaire pour assurer la durabilité de l'Union économique et monétaire (UEM). En outre, des préparatifs minutieux avaient été menés avec succès dans les domaines des politiques économique et monétaire, permettant une transition harmonieuse vers l'euro.

* Adjoint au Directeur général des questions économiques, Banque centrale européenne.

** Économiste au sein de la Direction de la politique monétaire de la Banque centrale européenne.

Les opinions exprimées dans le présent article n'engagent que leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement celle de la Banque centrale européenne (BCE) ni celle du Système européen de banques centrales (SEBC). Toute erreur n'engage que la responsabilité des auteurs. Les auteurs remercient B. Roffia, D. Labrude et Ph. Leclercq pour leur aide précieuse dans la finalisation de cet article.



En conséquence, depuis le 1^{er} janvier 1999, la BCE est le garant de la stabilité des prix dans la zone euro. Aux termes de l'article 105, paragraphe 1, du Traité, l'objectif principal d'une Banque centrale européenne indépendante est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de cet objectif, la BCE contribue à la réalisation d'un grand nombre d'objectifs économiques de la Communauté, tels que définis à l'article 2. Ainsi, le Traité établit clairement la hiérarchie des objectifs de la BCE¹, ce qui va dans le sens d'un certain nombre d'analyses qui font ressortir que l'attachement à la stabilité des prix constitue la meilleure contribution qu'une Banque centrale peut apporter à la réalisation d'autres objectifs, tels qu'un niveau d'emploi et une croissance économique élevés.

Cela fait maintenant trois ans que la Banque centrale européenne assume la responsabilité de la conduite de la politique monétaire européenne, ce qui l'a amenée à définir sa stratégie et à l'appliquer en prenant un certain nombre de décisions portant sur les taux d'intérêt. Aussi n'est-il pas inutile de dresser le bilan de cette période et ce, avec un double objectif. En premier lieu, il est important d'expliquer la conception générale et la logique de la stratégie à deux piliers pour faire comprendre comment cette dernière a facilité les délibérations du Conseil des gouverneurs de la BCE sur la politique monétaire et l'a aidé à annoncer ses décisions de politique monétaire au grand public. En deuxième lieu, on peut à présent, à la lumière de l'expérience acquise, examiner plusieurs questions se rapportant à la politique monétaire unique, récemment soulevées par des observateurs extérieurs à la BCE. La dernière partie présente quelques remarques en guise de conclusion.

LA STRATÉGIE DE POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

À la fin de 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a annoncé les principaux éléments de la stratégie de politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité des prix. Reposant sur une définition quantitative de l'objectif principal et sur deux piliers (voir graphique n°1 en annexe), cette stratégie répond à deux besoins essentiels². En premier lieu, elle permet au Conseil des gouverneurs d'analyser, de manière systématique et cohérente, l'ensemble des informations dont il a besoin pour prendre ses décisions de politique monétaire (dimension interne). En second lieu, elle fournit un cadre cohérent pour expliquer les décisions de politique monétaire au public (dimension externe).

Définition de la stabilité des prix

Une définition de l'objectif principal de la politique monétaire - à savoir la stabilité des prix - fournit à la fois un point d'ancrage aux anticipations d'inflation à long terme et la référence par rapport à

laquelle le public peut s'attendre à ce que la BCE rende compte. La définition de la stabilité des prix retenue par la BCE est une mesure durable de l'objectif principal de la politique monétaire unique. Elle est compatible avec les définitions qu'avaient adoptées la plupart des Banques centrales nationales de la zone euro avant le début de la phase III de l'UEM. La stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. L'emploi du terme « progression » implique que la déflation, c'est-à-dire une baisse de l'indice IPCH, ne serait pas compatible avec la définition de la stabilité des prix.

En outre, en maintenant, conformément à cette définition, la stabilité des prix sur le moyen terme, on signale que, sur le court terme, la politique monétaire ne peut neutraliser tous les chocs imprévus affectant le niveau des prix, comme par exemple les modifications de la fiscalité indirecte et les chocs pétroliers. En dernier lieu, le fait d'accorder la priorité à la stabilité des prix à moyen terme plutôt que de fixer une cible directe d'inflation à un horizon déterminé³ est conforme à l'opinion selon laquelle les chocs économiques et financiers, en particulier les variations des prix d'actifs, se transmettent souvent avec un délai long et variable au travers d'une économie et peuvent dès lors affecter très fortement la stabilité des prix au-delà de cet horizon.

Un cadre à deux piliers

Plusieurs raisons ont amené le Conseil des gouverneurs de la BCE à adopter une stratégie de politique monétaire basée sur deux piliers. La complexité de l'environnement économique propre à la zone euro et une économie internationale en rapide mutation font qu'il n'existe pas de modèle unique de l'économie intégrant de manière satisfaisante l'ensemble des données économiques, monétaires et financières disponibles. Il n'y a donc pas d'indicateur unique ni de règle intégrant toutes les informations pertinentes indispensables à la prise des décisions de politique monétaire et/ou qui en permette une interprétation adéquate. Au contraire, ces décisions doivent se fonder sur un large éventail d'indicateurs disponibles qui permettent une estimation claire des risques à la hausse et à la baisse pesant sur la stabilité des prix et dont l'analyse sous-tend l'évaluation de la situation économique, financière et monétaire. De plus, cette évaluation de la situation économique dans la zone euro doit être prospective.

Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire peuvent être considérés comme un instrument permettant de préparer efficacement les informations et l'analyse sur lesquelles se fondent les décisions de politique monétaire. L'avantage présenté par le dispositif à deux piliers réside dans le fait qu'il permet d'intégrer la gamme complète des

nouvelles données économiques provenant des indicateurs monétaires (au sein du premier pilier) et non monétaires (compris dans le second pilier). Parallèlement, assigner un rôle de premier plan à la monnaie au sein de cette gamme d'indicateurs permet de souligner l'origine essentiellement monétaire de l'inflation à moyen et à plus long terme, tout en reconnaissant explicitement la difficulté de son intégration formelle avec d'autres données économiques et financières dans le cadre des modèles économiques disponibles. Enfin, une approche reposant sur deux piliers est suffisamment flexible et, partant, plus solide face aux changements affectant l'économie mondiale. Bien adaptée aux défis liés au passage à la phase III de l'UEM, elle est en outre utile dans un monde caractérisé par d'importants flux de capitaux internationaux et pourrait permettre de mieux prendre en compte l'éventualité d'un nouvel élargissement de la zone euro à l'avenir.

Lorsqu'on conçoit une stratégie fondée sur deux piliers, il se pose la question de la pondération des informations fournies par chacun d'eux. Suivant les chocs affectant l'économie, les agrégats monétaires et l'éventail des indicateurs économiques retenus peuvent parfois envoyer des signaux différents, mais individuellement significatifs, en ce qui concerne la décision de politique monétaire qu'il convient de prendre.

Par conséquent, le Conseil des gouverneurs de la BCE se doit d'évaluer les informations provenant des deux piliers en tenant compte de la complexité et de la spécificité de chaque situation. C'est pourquoi il n'est pas possible d'assigner une pondération fixe à chaque pilier : en fonction de la situation, ces pondérations peuvent varier. Au contraire, l'existence de deux piliers séparés permet au Conseil des gouverneurs de la BCE et au public de recouper en permanence les informations émanant de plusieurs indicateurs et de plusieurs approches en matière de modélisation⁴. Cela permet également de faire apparaître des distorsions, comme dans le cas où les deux piliers fourniraient des signaux de nature différente quant aux risques pour la stabilité des prix. Pour ces raisons, la démarche adoptée par la BCE est transparente et reflète de façon appropriée les délibérations du Conseil des gouverneurs de la BCE.

Le premier pilier de la stratégie

Le premier pilier de la stratégie de la BCE assigne un rôle de premier plan à la monnaie. L'annonce d'une valeur de référence pour la croissance d'un agrégat monétaire large constitue un engagement public manifeste de la part de la BCE, à savoir l'engagement de conférer un rôle important à la monnaie et d'expliquer ce rôle au public. Le fait que l'origine de l'inflation est essentiellement monétaire à moyen et plus long termes est étayé par plusieurs études empiriques qui font apparaître

une relation à long terme stable entre la masse monétaire et l'évolution future des prix. En outre, la monnaie possède des propriétés d'indicateurs avancés utiles pour l'évaluation de l'inflation future. De plus, les agrégats de monnaie et de crédit jouent souvent un rôle important dans la transmission des impulsions de politique monétaire aux prix. Dès lors, l'analyse monétaire peut contribuer à l'évaluation globale des risques pour la stabilité des prix. Cette approche est assurément conforme à l'observation selon laquelle une déflation importante est souvent précédée par une contraction des agrégats de monnaie et/ou de crédit.

La prise en compte pour des décisions régulières d'une variable telle que la monnaie, particulièrement pertinente sur le moyen terme, implique cependant un suivi attentif des évolutions des agrégats de monnaie et de crédit. La BCE analyse de près, à intervalles réguliers, une large gamme de variables monétaires et financières dans le cadre du premier pilier. Ainsi, l'analyse des composantes et des contreparties de M3 - l'agrégat monétaire retenu par la BCE - permet de mieux comprendre le comportement de M3 et d'identifier les chocs à temps.

Par le passé, on a pu constater que M3 peut être temporairement affecté par des arbitrages de portefeuille, par des facteurs particuliers engendrés par des changements d'ordre institutionnel, tels que les modifications de la fiscalité des revenus d'intérêts ou des plus-values, ou par l'incidence de ces facteurs sur la qualité des statistiques relatives à M3. Afin d'anticiper correctement l'incidence des variations de M3 sur l'évolution future des prix, il est important d'identifier en temps utile les chocs dans le cadre de l'analyse monétaire. Celle-ci joue un rôle important en ce sens qu'elle doit faire la distinction entre les modifications temporaires des relations monétaires et celles ayant un caractère permanent afin que les informations tirées des évolutions monétaires puissent être interprétées correctement. En présence de changements institutionnels ou d'inexactitudes statistiques liées à ces changements, les évolutions monétaires pourraient avoir une faible valeur informative quant aux perspectives de stabilité des prix dans la mesure où elles ne sont que l'expression de ces chocs. Dès lors, l'analyse monétaire effectuée par la BCE comporte une évaluation détaillée des facteurs particuliers agissant sur la monnaie.

La BCE ne réagit pas d'une manière mécanique aux écarts entre la croissance de M3 et la valeur de référence pour maintenir à tout moment la progression de M3 aussi proche que possible de cette valeur. Au contraire, ces écarts font d'abord l'objet d'une analyse approfondie dans le cadre de l'examen des autres données économiques afin d'extraire les informations qu'ils contiennent sur les risques pour la stabilité des prix. Toute décision de politique monétaire qui en découle vise à contrecarrer les menaces pour la stabilité des prix identifiées grâce à cette analyse exhaustive.

En décembre 1998, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de fixer à 4,5 % la première valeur de référence pour le taux annuel de croissance de M3. Cette valeur a été confirmée lors des réexamens effectués en décembre 1999, décembre 2000 et décembre 2001 au motif que les hypothèses à moyen terme étaient demeurées inchangées. La valeur de référence pour la croissance de M3 a été calculée d'une manière qui soit compatible avec l'orientation à moyen terme de la stratégie de la BCE en se fondant sur la relation bien établie qui existe entre la croissance monétaire, d'une part, et l'évolution des prix, du PIB en volume et de la vitesse de circulation de la monnaie, d'autre part. Elle se base sur la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE ainsi que sur les estimations relatives à l'évolution à moyen terme de la croissance de la production potentielle (soit un taux tendanciel de croissance compris, à moyen terme, entre 2 % et 2,5 % par an) et à la vitesse de circulation de M3 (l'hypothèse portant sur un ralentissement tendanciel se situant à l'intérieur d'une fourchette de 0,5 % à 1 % par an). Ainsi, la valeur de référence est compatible avec - et sert - la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Parallèlement, des écarts importants ou persistants de la croissance monétaire par rapport à la valeur de référence devraient, dans des circonstances normales, signaler des risques pour la stabilité des prix.

6

Le second pilier de la stratégie

Dans le cadre du second pilier de la stratégie, il est procédé à une évaluation des perspectives en matière de stabilité des prix reposant sur une large gamme d'autres indicateurs économiques et financiers. Ces indicateurs non monétaires sont analysés afin d'en extraire les informations qu'ils sont susceptibles de contenir concernant les risques futurs pour la stabilité des prix. Cette analyse permet de mettre en évidence l'incidence d'un certain nombre de facteurs agissant normalement sur l'évolution des prix à court ou à moyen termes. S'ils se concrétisent ou influencent les anticipations d'inflation, ces effets sont de nature à affecter l'évolution des prix sur le moyen ou à plus long termes.

Conformément aux modèles « standard » du cycle d'activité, l'analyse de ces indicateurs est axée sur les effets des interactions entre l'offre et la demande, et/ou des tensions des coûts sur la fixation des prix sur les marchés des biens, des services et du travail. À cet égard, la BCE examine régulièrement les évolutions de la production globale, de la demande, des conditions sur le marché du travail, d'une large gamme d'indicateurs de prix et de coûts de même que les évolutions du taux de change et de la balance des paiements de la zone euro. Pour prendre en compte de possibles effets internationaux de propagation, il est utile de surveiller

l'évolution du taux de change en raison de ses effets directs sur le niveau des prix au travers de son incidence sur les prix à l'importation. En outre, les variations du taux de change sont susceptibles de modifier la compétitivité sur les marchés internationaux des biens au sein de la zone euro, ce qui agit sur la demande et risque d'avoir une incidence sur les perspectives d'évolution des prix. Si l'évolution du taux de change influe sur les anticipations et le comportement des partenaires sociaux et de ceux qui fixent les prix, elle est susceptible d'avoir des effets de second tour. En outre, l'évolution des indicateurs des marchés financiers et des prix d'actifs font l'objet d'un suivi attentif dans la mesure où les variations de ces derniers peuvent affecter l'évolution des prix au travers d'effets de revenus et de richesse. Les prix d'actifs et les rendements financiers servent également à déduire des informations sur les anticipations des marchés financiers, notamment en ce qui concerne l'évolution attendue des prix.

Dans le cadre du second pilier, les services de l'Eurosystème établissent deux fois par an des projections macroéconomiques, qui remplissent deux fonctions principales⁵. En premier lieu, elles servent à faire la synthèse, de manière cohérente et systématique, des informations disponibles tirées d'une série d'indicateurs, élément qui est pris en compte par le Conseil des gouverneurs dans le cadre de ses délibérations sur la politique monétaire. En second lieu, elles servent à conforter l'orientation prospective de la politique monétaire en fournissant des informations sur l'évolution future probable des prix.

Depuis décembre 2000, la BCE publie dans son *Bulletin mensuel* les projections macroéconomiques établies par ses services. La formulation « établies par ses services » a été choisie pour indiquer que ces projections n'intègrent pas l'analyse des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE. Afin de souligner les incertitudes entourant les projections, des fourchettes sont calculées sur un horizon de deux ans. Les projections macroéconomiques s'appuient sur les connaissances techniques des experts et sont réalisées à partir d'un scénario fondé sur une série d'hypothèses techniques, et notamment sur l'hypothèse selon laquelle la politique monétaire demeure inchangée. Nombre de Banques centrales élaborent des prévisions de cette manière pour fournir les meilleures informations possibles aux responsables de la politique monétaire.

Au sein de l'Eurosystème, les projections macroéconomiques sont établies à l'aide d'un certain nombre d'outils et d'éléments d'information. Divers modèles macroéconomiques de la zone euro sont disponibles, chacun intégrant une vision différente du monde. Les projections réalisées selon ces modèles sont influencées par les appréciations techniques des experts de la BCE et des Banques centrales nationales et corrigées au vu de ces analyses. Ces appréciations sont confortées par



une analyse sectorielle et institutionnelle, portant par exemple sur le prix de différents produits, les accords salariaux ou l'évolution de la fiscalité.

La BCE a explicitement évité d'accorder trop de poids aux projections ou, en d'autres termes, de se rapprocher d'une stratégie fondée sur un objectif d'inflation, lorsqu'elle a décidé de publier les projections établies par ses services. Tout d'abord, de par leur nature, les projections macroéconomiques ne peuvent donner qu'une description succincte de l'économie et n'intègrent donc pas l'ensemble des informations pertinentes. Il n'est, en particulier, pas aisé d'intégrer les informations monétaires dans le cadre utilisé pour produire les projections. Deuxièmement, les projections sont toujours basées sur des hypothèses spécifiques, relatives aux cours du pétrole et aux taux de change par exemple, qui peuvent être mises en doute ou changer rapidement, rendant la projection obsolète et donc moins utile pour les débats de politique monétaire. Troisièmement, la projection finale est très étroitement liée au cadre conceptuel sous-jacent ou aux techniques mises en œuvre pour sa production. Tout cadre de ce type est une représentation simplifiée de la réalité et peut, dans certains cas, ignorer les éléments fondamentaux que la politique monétaire doit prendre en compte. Quatrièmement, des avis d'experts sont inévitablement intégrés aux projections et, même si cela peut s'avérer utile et inévitable, il convient de ne pas perdre de vue que la projection qui en résulte ne constitue qu'une vision particulière du monde.

Dans le cadre de la stratégie de la BCE, les prévisions et projections macroéconomiques jouent donc un rôle important, mais limité. Le Conseil des gouverneurs évalue les projections parallèlement à d'autres informations et d'autres formes d'analyses qui sont regroupées au sein du dispositif à deux piliers. Celui-ci englobe notamment l'analyse monétaire dans le cadre du premier pilier et celle des prix des actifs financiers, de certains indicateurs et des prévisions d'autres institutions dans le cadre du second pilier.

LES DÉCISIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE PRISES PAR LA BCE DEPUIS JANVIER 1999

La BCE a dû faire face à plusieurs défis de nature différente depuis le début de 1999. Les risques pesant sur la stabilité des prix ont été tour à tour orientés à la baisse, à la hausse ou équilibrés. Pendant une première phase, le ralentissement économique engendré par les répercussions différées des crises asiatique et russe sur la zone euro a pu faire croire temporairement à l'existence de risques de déflation. Pendant une deuxième période, l'amélioration de la situation économique dans la zone euro, conjuguée à un sévère choc pétrolier dans une situation de

liquidité abondante, a contribué à la montée progressive de risques inflationnistes. Enfin, dans une troisième phase, la dégradation des perspectives économiques dans la zone euro, liée aux évolutions intérieures autant qu'extérieures, a concouru à un rééquilibrage, d'abord graduel puis de plus en plus net, des risques pour la stabilité des prix.

*Les décisions de politique monétaire pendant la première période :
avant l'automne 1999*

Grâce aux efforts de convergence accomplis par les États membres, le taux d'inflation de la zone euro était tombé à son plus bas niveau historique à la fin des années 1990. Cette évolution avait favorisé la convergence des taux d'intérêt à court terme autour de 3 % dans les pays formant la zone euro avant l'adoption de la monnaie unique. Le 1^{er} janvier 1999, la BCE prit la responsabilité de la conduite de la politique monétaire au sein de la zone euro et pour cette année-là, le Conseil des gouverneurs de la BCE décida de fixer à 3 % son taux principal de refinancement, qui indique aux marchés ses intentions de politique monétaire. Le taux de la facilité de dépôt et celui de la facilité de prêt marginal, qui constituent ce qu'on appelle les facilités permanentes, délimitent un corridor de part et d'autre du principal taux de refinancement. Au départ, ils ont été fixés à 2 % et 4,5 % respectivement (voir graphique n°2 en annexe). Ces deux taux constituent un plancher et un plafond qui encadrent le taux au jour le jour du marché. Afin de faire face à une situation exceptionnelle liée au passage à un nouveau système des réserves obligatoires au début de la phase III et de faciliter la transition vers un marché monétaire unique, la BCE a temporairement resserré ce corridor en janvier 1999. Par la suite, la largeur du corridor a été maintenue à 200 points de base.

Durant le premier semestre de 1999, le Conseil des gouverneurs a adopté une attitude prudente à l'égard du premier pilier⁶. Compte tenu de l'éventualité d'une rupture structurelle dans le fonctionnement des relations monétaires à la suite du changement de régime entraîné par le passage à l'UEM, une moins grande importance fut temporairement accordée au contenu en information des agrégats de monnaie. Bien que certains signes indiquassent que cette distorsion pût être imputable principalement au système de déclaration statistique et à des arbitrages temporaires de portefeuille, les incertitudes quant à la nature et aux effets de ce choc demeurèrent fortes. Ainsi, bien que la moyenne sur trois mois des taux annuels de croissance de M3 fût légèrement supérieure à la valeur de référence, elle ne fut pas considérée comme annonciatrice de risques à la hausse significatifs pour la stabilité des prix.

Un certain nombre d'autres indicateurs économiques et financiers examinés dans le cadre du second pilier faisaient apparaître des risques

éventuels de déflation dans un contexte où les perspectives du maintien de la stabilité des prix restaient malgré tout favorables. En raison des répercussions décalées des crises asiatique et russe sur la zone euro, il apparut que le ralentissement économique, bien que d'ampleur limitée, pourrait se révéler plus prononcé que ce qui était envisagé à la fin de 1998, et qu'il était susceptible d'exercer un effet modérateur supplémentaire sur les prix. En outre, les prévisions d'inflation pour la zone euro établies par les organisations internationales furent sensiblement révisées à la baisse. Ces prévisions montraient qu'au cours des deux prochaines années, l'inflation resterait à coup sûr en deçà du plafond de 2 % stipulé dans la définition de la stabilité des prix retenue par la BCE. Par ailleurs, les anticipations des marchés étaient devenues plus instables à la suite des tensions engendrées par la débâcle de LTCM. Dans ce contexte, le Conseil des gouverneurs décida le 8 avril 1999 de réduire le principal taux de refinancement de 50 points de base pour le ramener à 2,5 %, afin de limiter tout risque de déflation, et ceci bien qu'il ne s'attendît pas à ce que ce risque se concrétisât. Parallèlement, il fut clairement indiqué que cette mesure n'impliquait pas de nouvelles baisses de taux dans l'avenir.

10 Au cours des mois suivants, l'environnement économique s'est progressivement modifié. S'agissant du premier pilier, les agrégats de monnaie et de crédit, qui connaissaient un rythme de progression rapide, faisaient apparaître une évolution des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen terme. La croissance de M3 s'accéléra durant l'été 1999 pour atteindre un niveau sensiblement supérieur à la valeur de référence. La moyenne sur trois mois des taux annuels de croissance de M3 eut tendance à augmenter progressivement (voir graphique n°3 en annexe). Même en faisant abstraction des facteurs exceptionnels observés dans les tout premiers mois de 1999, on se trouvait manifestement en présence d'une expansion monétaire persistante. S'agissant du second pilier, les nouvelles informations relatives à l'activité économique dans la zone euro allaient de plus en plus dans le sens d'une atténuation des risques à la baisse pour la stabilité des prix. Alors que l'économie américaine continuait à croître à un rythme soutenu grâce à une augmentation remarquable de la productivité, les signes d'une stabilisation, puis d'une accélération de l'activité économique dans plusieurs économies émergentes se multiplièrent, contribuant à l'amélioration continue de l'environnement extérieur. Les prévisions de l'été 1999 faisaient état d'une amélioration sensible des perspectives économiques globales de la zone euro pour l'année suivante. En outre, tant la baisse du taux de change effectif de l'euro que la hausse des cours du pétrole constituaient des risques à la hausse pour la stabilité des prix.

En décidant, le 4 novembre 1999, de relever de 50 points de base le

principal taux de refinancement, le Conseil des gouverneurs a annulé la modification des taux d'intérêt décidée en avril. Ce faisant, il prenait en compte les informations les plus récentes, qui indiquaient invariablement que les risques pesant sur la stabilité des prix s'étaient orientés à la hausse. Fondée sur l'analyse des deux piliers de la stratégie, cette décision visait à empêcher l'émergence d'une situation de liquidité abondante, qui risquait d'engendrer des tensions sur les prix à moyen terme et d'avoir une incidence négative sur les anticipations d'inflation.

*Les décisions de politique monétaire pendant la deuxième période :
de l'hiver 1999-2000 à l'automne 2000*

Au début de 2000, le premier pilier témoignait de conditions de liquidité toujours amples au sein de la zone euro et indiquait donc des risques à la hausse pour la stabilité des prix. La moyenne sur trois mois des taux annuels de croissance de M3 affichait un écart persistant avec la valeur de référence. En second lieu, l'agrégat de monnaie étroite M1 et les créances sur le secteur privé progressaient à des rythmes égaux ou supérieurs à 10 %. De plus, la surabondance de liquidité apparue en 1999 commençait à se répercuter progressivement sur l'évolution des prix. Parallèlement, le second pilier indiquait une accélération du redressement de la conjoncture dans la zone euro. L'environnement extérieur soutenait lui aussi la croissance, comme le confirmait la poursuite de la reprise en Asie de l'Est et en Amérique Latine. En outre, les prévisions disponibles relatives à l'activité économique, confortées par l'amélioration de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprise, ne cessaient d'être révisées à la hausse.

Dans ce contexte, il apparaissait aussi que le choc sur les prix du pétrole frappant la zone euro pesait plus lourdement, et se reflétait dans l'écart croissant entre l'IPCH et l'IPCH excluant les produits alimentaires et énergétiques (voir graphique n°4 en annexe). La hausse des prix de l'énergie, qui se répercutait sur l'inflation mesurée par l'IPCH global par le truchement des prix à l'importation, laissait présager une accentuation, à court terme, des tensions sur les prix au sein de la zone euro. Ce risque à la hausse pour la stabilité des prix fut amplifié par une dépréciation sensible de l'euro par rapport au dollar au premier semestre 2000, qui entraîna une nouvelle progression des prix libellés en euros des produits énergétiques importés. En réponse à ce choc externe, il apparaissait important d'éviter une réaction excessive de la politique monétaire, celle-ci n'étant pas en mesure de maîtriser l'incidence à court terme du prix des matières premières sur l'inflation. Mais, il était également évident qu'une attitude trop passive aurait stimulé l'inflation par des effets de second tour. Le Conseil des gouverneurs de la BCE décida ainsi d'augmenter le principal taux de refinancement de 25 points de base le



3 février, le 16 mars et le 27 avril 2000. De plus, les principaux taux de la BCE furent relevés de 50 points de base le 8 juin.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE majora une nouvelle fois les taux d'intérêt de 25 points de base le 31 août et le 5 octobre 2000. Si l'écart entre la moyenne sur trois mois des taux de croissance annuelle de M3 et sa valeur de référence se resserrait, l'expansion du crédit se poursuivait à un rythme élevé. De plus, les évolutions des cours du pétrole, retracées dans le deuxième pilier, montraient que le choc sur les prix du pétrole serait plus durable que prévue antérieurement. Les organisations internationales en avaient tenu compte en relevant leurs prévisions d'inflation. La dépréciation de l'euro accroissait encore les pressions de court terme sur les prix à la consommation.

*Les décisions de politique monétaire pendant la troisième période :
à partir de l'automne 2000*

À l'automne 2000, les risques pour la stabilité des prix se sont infléchis en partie sous l'effet des mesures prises, et sont devenus graduellement plus équilibrés. Le premier pilier apparaissait plus conforme à la notion de stabilité des prix à moyen terme incluse dans la définition quantitative de la BCE. La modération de la croissance de M3 donnait à penser que les relèvements de taux d'intérêt de la BCE faisaient sentir leurs effets au travers du mécanisme de transmission. Parallèlement, la gamme des autres indicateurs économiques et financiers examinés dans le cadre du second pilier indiquait que l'activité économique allait se ralentir quelque peu dans les mois à venir. Vers la fin de l'année, des signes de détérioration des perspectives de l'économie américaine se firent jour. Alors qu'on prévoyait que les répercussions immédiates sur l'économie de la zone euro des développements américains seraient relativement modestes, les prévisions de croissance pour la zone euro commencèrent à être révisées à la baisse, ce qui reflétait des anticipations de ralentissement de la croissance économique mondiale.

Dans le même temps, comme le montraient les projections des services de l'Eurosystème, plusieurs indicateurs recelaient encore des éléments de risques à la hausse pour la stabilité des prix : il s'agissait des répercussions d'ampleur incertaine de la hausse antérieure des prix à la production, de l'évolution des salaires en 2001 et de certains signes de relâchement des politiques budgétaires. Au cours de l'été 2000, le taux de change de l'euro perdit toute cohérence avec la qualité des fondamentaux de la zone euro. Les gouverneurs et les ministres des Finances des pays du G7 firent part de leurs inquiétudes quant aux effets potentiellement néfastes de cette évolution pour l'économie mondiale, inquiétudes partagées par la BCE. Ce qui apparaissait de plus en plus comme une dépréciation excessive de l'euro fut corrigée par une

intervention concertée dès septembre 2000 et par des interventions ultérieures, non coordonnées, de la BCE à la fin de l'année. L'appréciation du taux de change de l'euro par rapport aux principales devises et la baisse significative des prix du pétrole contribuèrent à une décélération temporaire de l'IPCH à la fin de 2000 et au début de 2001, alors même que les prévisions de croissance dans la zone euro restaient favorables. Dans cet environnement présentant des risques plus équilibrés pour la stabilité des prix, la politique monétaire laissa les taux d'intérêt inchangés.

Au premier semestre 2001, la tendance à la décélération monétaire s'est confirmée, signalant l'affaiblissement des risques à la hausse pour la stabilité des prix. De plus, des informations faisant état d'une surévaluation des chiffres de croissance des agrégats de monnaie ont renforcé ce diagnostic. La moyenne mobile sur trois mois de la croissance de M3 s'est stabilisée à un niveau proche de la valeur de référence de 4,5 % lorsque l'on prend en compte les distorsions liées à l'ensemble des avoirs des non-résidents de la zone euro en instruments négociables⁷. Dans le même temps, un environnement international moins favorable et la modération de la croissance du PIB réel dans la zone euro ont contribué à l'atténuation des pressions à la hausse sur les prix. En outre, la modération salariale s'est maintenue en dépit de l'augmentation antérieure des cours du pétrole. En réduisant son principal taux de refinancement à 4,50 % le 10 mai 2001, la BCE a réagi plus particulièrement aux signaux émanant du premier pilier, tout en prenant en compte le fait que les projections et les prévisions laissaient de plus en plus entrevoir un retour de la croissance dans la zone euro à des niveaux largement conformes à la croissance potentielle. Toutefois, plusieurs chocs temporaires ont amené l'inflation mesurée par l'IPCH à un point haut de 3,4 % en mai. Le Conseil des gouverneurs de la BCE, soucieux que ces hausses de prix temporaires ne se répercutent pas dans les anticipations d'inflation, a souligné l'importance de la poursuite de la modération salariale dans la zone euro.

Au cours de la période allant de mai à juillet, cependant, la croissance monétaire a rebondi, comme l'atteste la vive progression de la moyenne mobile sur trois mois des taux de croissance annuels de M3. Une courbe des rendements plus plate ainsi que la faiblesse des marchés boursiers ont favorisé la détention des dépôts à court terme et des titres négociables compris dans M3. On a donc pensé que cette accélération serait temporaire et n'impliquerait, dès lors, pas un accroissement des risques pour la stabilité des prix à moyen terme. Le second pilier indiquait, quant à lui, une atténuation des tensions inflationnistes du côté de la demande. Des informations ont par ailleurs été publiées, selon lesquelles la croissance du PIB en volume de la zone euro avait ralenti plus fortement au premier



semestre 2001 que ce qui avait été prévu quelques mois auparavant. Du côté de la demande intérieure, l'incidence négative sur le revenu réel disponible des hausses des cours du pétrole et des prix des produits alimentaires a été plus forte qu'attendu. S'agissant de la demande extérieure, le ralentissement de l'activité économique aux États-Unis, la faiblesse persistante de l'économie japonaise, ainsi que les répercussions dans d'autres régions du monde, ont été plus marqués qu'escompté et ont entraîné un net ralentissement des échanges mondiaux. Les tensions inflationnistes se sont atténuées lorsque les effets à la hausse, directs et indirects, des augmentations passées des prix de l'énergie et à l'importation ont commencé à s'estomper. La progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 2,7 % en août. C'est dans ce contexte que la BCE a décidé, le 30 août 2001, d'abaisser ses taux d'intérêt directeurs de 25 points de base.

À la suite des événements tragiques et imprévus survenus aux États-Unis le 11 septembre, l'incertitude entourant les perspectives de croissance de l'économie américaine et mondiale s'est encore renforcée. Suite aux attentats terroristes contre le World Trade Center, à New York, et le Pentagone, à Washington, les principales Banques centrales dans le monde sont intervenues pour contribuer au fonctionnement normal des marchés de capitaux. Dans la zone euro, la BCE a effectué plusieurs opérations de réglage fin d'apport de liquidité pour prévenir toute évolution erratique du marché monétaire en euros. L'Eurosystème a par ailleurs concouru, par le biais de *swaps* de change, à la satisfaction des besoins urgents de liquidité en dollars des banques européennes. Afin de faciliter ces opérations, la BCE a conclu un accord de *swap* avec le Système fédéral de réserve des États-Unis, mettant des dépôts en dollars à la disposition des Banques centrales nationales de l'Eurosystème. Par la suite, le 17 septembre 2001, la BCE, agissant de concert avec la Réserve fédérale, a décidé de réduire son principal taux directeur de 50 points de base, expliquant que les événements, s'ils avaient accru l'incertitude, étaient aussi susceptibles d'affecter la confiance dans la zone euro et d'affaiblir les perspectives de croissance, ce qui devrait réduire davantage encore les risques inflationnistes dans la zone euro.

Enfin, en hiver 2001, les signes d'une atténuation des tensions inflationnistes dans la zone euro se sont multipliés. Les prévisions disponibles, et notamment les projections des services de l'Eurosystème publiées en décembre (voir tableau n°1 en annexe), indiquaient que la croissance économique au sein de la zone et dans le reste du monde demeurerait faible durant le second semestre 2001. En outre, le recul de la confiance des consommateurs et des chefs d'entreprises a corroboré l'opinion selon laquelle l'économie de la zone euro croîtrait à un rythme nettement inférieur à son potentiel de croissance au premier semestre

2002. De plus, la résorption des effets du renchérissement antérieur de l'énergie, l'absence de nouveaux chocs affectant les prix alimentaires et l'atténuation des tensions émanant du marché du travail étaient autant de facteurs qui ont amené la BCE à anticiper un retour à la stabilité des prix en 2002. Parallèlement, l'expansion de l'agrégat monétaire large s'est poursuivie. Toutefois, le Conseil des gouverneurs de la BCE a estimé que l'accélération de M3 n'induisait pas un accroissement des risques pour la stabilité des prix sur le moyen terme. Selon la BCE, cette évolution s'expliquait essentiellement par des facteurs temporaires, tels que l'accroissement de la pente de la courbe des rendements, la faiblesse des marchés boursiers et la montée des incertitudes au lendemain des événements qui se sont produits aux États-Unis. Dans un contexte caractérisé par l'anticipation d'un ralentissement de la croissance économique et la modification des perspectives d'évolution des prix dans la zone euro, la BCE a insisté sur le fait que la réduction de 50 points de base des taux d'intérêt directeurs décidée en novembre 2001 visait à assurer le maintien de la stabilité des prix à moyen terme dans la zone euro. Par cette décision, la BCE a abaissé les taux d'intérêt de 150 points de base au total, en quatre étapes, depuis janvier 2001. Parallèlement, la progression annuelle de l'IPCH dans la zone euro est revenue à 2 % en décembre.

Évaluation générale

On peut évaluer le succès de la politique monétaire unique à l'aune du maintien de la stabilité des prix dans la zone euro sur le moyen terme. Dans ce contexte, la politique monétaire de la BCE, fondée sur deux piliers, a contribué à ramener l'évolution et les anticipations d'inflation à des niveaux conformes à la définition de la stabilité des prix de la BCE, même si des chocs à court terme ont poussé l'IPCH à des niveaux nettement supérieurs à 2 % en 2000 et 2001. Les conséquences de la flambée récente des cours du pétrole ont constitué un premier test pour la stratégie de politique monétaire de la BCE. La détermination à agir dans une perspective prospective et une évaluation minutieuse des risques à moyen terme pour la stabilité des prix ont, dans cette situation, permis de stabiliser les anticipations d'inflation. Ainsi, les perspectives d'inflation à long terme comprises dans les obligations indexées françaises sont restées inférieures à 2 % depuis le début de 1999, ce qui confirme que les décisions de politique monétaire de la BCE ont jusqu'à présent été crédibles.

L'expérience acquise après trois ans montre également que chaque pilier de la stratégie est susceptible de fournir d'importantes indications au public et que le recoupement des signaux émanant de chaque pilier se révèle souvent précieux. Elle atteste aussi que la BCE a su, d'une part,



trouver l'équilibre entre les deux piliers dans ses décisions et, d'autre part, regrouper les informations qu'ils fournissent dans ses analyses. Comme le reconnaissent des organisations internationales telles que le FMI et l'OCDE, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adapté de façon appropriée l'orientation de la politique monétaire en fonction de l'environnement extérieur. Au cours de la première année de politique monétaire unique, la baisse initiale de 50 points de base a été effacée dans les mois suivants ; la BCE a, ultérieurement, augmenté son principal taux de refinancement de 175 points de base, en six étapes, pour le porter à 4,75 % à la fin de 2000. Elle l'a ensuite réduit, en quatre temps, pour le ramener à 3,25 % en décembre 2001.

Il convient également de noter que le rôle du taux de change dans la stratégie monétaire de la BCE a été clarifié en 2000. Le taux de change est un indicateur important pour la politique monétaire qui, s'il ne constitue pas un objectif en soi, doit être constamment pris en considération dans l'estimation des risques pour la stabilité des prix. De ce point de vue, les interventions menées par la BCE en septembre et au début du mois de novembre 2000 peuvent être considérées comme des essais fructueux en vue d'enrayer les dangers qu'aurait représenté une dépréciation excessive pour la stabilité des prix dans la zone euro. Cet épisode a démontré que des interventions sur le marché des changes pouvaient, dans certaines circonstances, se révéler utiles pour le maintien de la stabilité des prix⁸.

Jusqu'à ce jour, la politique monétaire de la BCE a réagi promptement aux défis qui ont surgi. La BCE a notamment fait la démonstration de sa capacité à agir de manière concertée au niveau international dans la foulée des événements imprévus survenus en septembre 2001 aux États-Unis. Une importante contribution a ainsi été apportée au bon fonctionnement des marchés monétaires dans la zone euro et au-delà. L'éventail des mesures prises par l'Eurosystème a également concouru à limiter les retombées économiques potentielles de ces événements.

Enfin, tout au long de cette période, la BCE a été au-delà des exigences formelles fixées par le traité en matière de transparence en communiquant au public des informations détaillées sur la conduite de la politique monétaire, notamment à travers un *Bulletin mensuel*. À cet égard, la publication des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème accroît la transparence et met à la disposition du public des indicateurs utiles pour une évaluation globale des perspectives économiques dans la zone euro. En outre, le président Duisenberg a annoncé récemment que le Conseil des gouverneurs évaluerait l'orientation de la politique monétaire, en principe, une fois par mois au lieu de deux fois⁹. En changeant la fréquence de cet exercice, qui est en phase avec la publication de nouvelles informations relatives aux indicateurs

économiques, financiers et monétaires, le Conseil des gouverneurs prend en compte la critique selon laquelle il convient d'améliorer la communication avec le grand public. De plus, le rôle de la valeur de référence fixée pour M3 a été renforcé par la publication d'une nouvelle série pour M3, plus proche de sa définition conceptuelle et plus étroitement liée aux évolutions des prix à moyen terme dans la zone. On peut raisonnablement penser que tous ces efforts s'accompagneront d'une perception de plus grande clarté par le public à l'avenir. Au vu du débat public qu'ont suscité certaines décisions prises antérieurement par la BCE, il convient de relever le défi de l'amélioration de la communication pour faire comprendre le bien-fondé des décisions de politique monétaire.

RÉPONSES À CERTAINES QUESTIONS SOULEVÉES PAR DES OBSERVATEURS EXTÉRIEURS À LA BCE

En adoptant une stratégie fondée sur deux piliers, la BCE a fait le choix d'une approche nouvelle, mais dont les principaux éléments existaient avant le début de la phase III de l'UEM. Il n'y a rien de surprenant à ce qu'une institution nouvellement créée, proposant une nouvelle stratégie, soit l'objet de la part d'observateurs de critiques et de propositions constructives reflétant, au moins partiellement, la diversité de leurs expériences. À cet égard, un débat public sur la stratégie est susceptible de favoriser un processus d'apprentissage de la nouvelle approche et de familiarisation avec celle-ci, qui peut s'avérer profitable pour les deux parties, à savoir la BCE et les observateurs eux-mêmes. À l'évidence, certaines observations semblent, à ce stade, refléter une certaine méconnaissance de la stratégie ou la conviction que certaines stratégies suivies dans le passé, ou actuellement, seraient plus appropriées dans l'environnement présent. La partie ci-dessous traite de trois domaines importants qui ont récemment fait l'objet de commentaires de la part des observateurs de la BCE.

Politique monétaire et divergences économiques entre pays

Bien que l'adoption de la monnaie unique garantisse que les évolutions des prix dans la zone euro soient déterminées en définitive par la politique monétaire unique de la BCE, les taux d'inflation des différents pays ne seront pas, en général, égaux au taux global de la zone. De nombreuses voix s'élèvent, dans ce contexte, pour demander que la politique monétaire s'attaque aux divergences régionales d'inflation existant entre les pays participant à la zone euro¹⁰. D'aucuns avancent également que, compte tenu de l'effet Balassa-Samuelson, la définition de la stabilité des prix devrait être assouplie en vue de mieux prendre en compte les écarts entre les taux de croissance de la productivité¹¹.



Toutefois, étant donné les différences conjoncturelles et la dispersion de la croissance de la productivité, il est naturel que des différences régionales dans l'évolution des prix existent dans une entité économique de la taille de la zone euro. Dans de nombreux cas, de tels écarts sont le fruit d'un mécanisme d'ajustement parfaitement normal qu'il n'y a pas lieu de contrecarrer. En particulier, l'introduction de l'euro a accru la transparence des prix et a stimulé les arbitrages transfrontière. Tenter de réduire l'inflation dans chaque pays plutôt qu'en moyenne dans la zone euro pourrait donc s'avérer contre-productif, car certains avantages de l'Union monétaire pourraient ne pas se concrétiser à l'avenir.

En outre, les écarts d'inflation se sont réduits significativement dans la zone euro au cours des vingt dernières années. Cette évolution est principalement le résultat du processus réussi de convergence vers les pays ayant enregistré les meilleures performances avant de rejoindre l'UEM. On a avancé, dans ce contexte, que la dispersion entre pays pourrait diminuer et se rapprocher de celle prévalant aux États-Unis¹². Une évolution dans ce sens relativiserait sans aucun doute la logique d'une approche par pays. L'expérience des États-Unis montre en effet que la politique monétaire doit, en principe, ignorer les écarts de taux d'inflation entre les régions, tandis que des politiques structurelles devraient tendre à accroître la flexibilité des mécanismes de formation des prix¹³.

Enfin, même si des écarts de croissance de la productivité sont observés à travers la zone euro, leur ampleur est statistiquement incertaine. De plus, la contrainte que leur lien avec la définition de la stabilité des prix peut faire peser en générant systématiquement des baisses de prix dans certains pays fait l'objet de controverses. En effet, avec l'Union monétaire et l'intégration des marchés financiers qui l'accompagne, des baisses de prix dans des pays particuliers sont comparables à des baisses de prix au niveau régional à l'intérieur d'un pays et, partant, sont moins sensibles.

C'est donc à bon droit que le traité établit que la politique monétaire doit se concentrer sur les évolutions agrégées des prix dans la zone euro¹⁴. Telle est la seule voie possible pour la BCE dont le seul instrument est le niveau des taux d'intérêt à court terme. Cette voie a été facilitée par la constitution d'un indice harmonisé des prix à la consommation, l'IPCH. En outre, en raison des avoirs transfrontaliers et des transactions financières internationales, la liaison entre les agrégats constitutifs de M3 à l'échelle de la zone et les prix futurs dans la zone euro est désormais plus stable qu'entre les composantes nationales des agrégats monétaires et les indices nationaux des prix correspondants. Toutefois, à court terme, il peut y avoir des écarts sensibles entre les taux d'inflation des différents pays en raison de chocs asymétriques (par exemple liés au progrès technologique) ou d'évolutions nationales concernant les salaires et les

politiques budgétaires. Dans la mesure où ces effets dus à des facteurs non monétaires ont une incidence significative et durable sur l'évolution générale des prix dans la zone euro, ils sont intégrés dans le second pilier de la stratégie monétaire de la BCE et dans l'analyse des risques pour la stabilité des prix.

Pour ces raisons, il est à la fois opportun et pratique que la politique monétaire se concentre sur les évolutions moyennes au sein de la zone euro. C'est ainsi que la décision en matière de taux d'intérêt prise le 8 novembre 2001 n'était pas une réaction de la BCE face à la détérioration des perspectives économiques dans certains pays de la zone euro. Cette décision était étayée par les indicateurs relatifs à l'ensemble de la zone euro. Étant donné que les paramètres structurels et administratifs continuent d'avoir une incidence non négligeable sur les évolutions nationales des prix dans l'UEM, il est important que les responsables des politiques économiques nationales mettent en œuvre les réformes structurelles appropriées pour accroître la flexibilité des marchés des biens et du travail. En tout état de cause, l'introduction de l'euro accroît la transparence des prix et favorise la concurrence à l'intérieur de la zone euro, ce qui réduit la dispersion des prix. À cette fin, il est important que la politique monétaire consolide le fonctionnement des mécanismes de formation des prix en maintenant la stabilité de ceux-ci dans la zone euro.

Politique monétaire et « nouvelle économie »

La politique monétaire de la BCE est axée sur le moyen terme comme en témoigne clairement l'annonce d'une valeur de référence pour M3. Il importe donc que la politique monétaire formule des réponses appropriées aux changements structurels en cours dans la zone euro. Certains observateurs ont, à cet égard, recommandé que la BCE relève sa valeur de référence pour tenir compte des effets de l'émergence de la « nouvelle économie » dans la zone euro. Celle-ci augurerait d'une accélération durable de la productivité grâce à l'évolution rapide des technologies de l'information et de la communication.

Il est toutefois difficile, à l'heure actuelle, de discerner de nettes augmentations de la productivité dans la zone euro. Premièrement, les estimations macroéconomiques de la croissance potentielle ne les font pas apparaître. Les approches existantes étant dépendantes des choix relatifs au modèle, aux paramètres et aux données, il est difficile de démontrer une hausse de la productivité globale des facteurs qui constituerait la confirmation factuelle de l'existence d'une « nouvelle économie »¹⁵. En deuxième lieu, même si certaines entreprises du secteur des technologies de l'information et des communications ont affiché des augmentations de productivité, très peu de signes indiquent la diffusion



de cet effet dans le reste de l'économie de la zone euro, en particulier en raison du poids plus faible de ce secteur qu'aux États-Unis.

Il ne s'agit cependant pas de nier que l'existence de changements structurels tels que ceux qui proviennent des évolutions de la population active ou du progrès technique ont pu influencer les tendances de long terme de la productivité des facteurs. Pour l'instant toutefois, aucun élément ne démontre que ces facteurs structurels aient conduit à une accélération quantifiable et durable de la croissance de la productivité dans la zone euro susceptible de valider l'hypothèse d'une croissance potentielle (réelle) sensiblement plus élevée en tendance sur le moyen terme. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a donc adopté une position prudente en la matière et a confirmé de nouveau, en décembre 2000 et décembre 2001, l'hypothèse relative à la croissance tendancielle de la production potentielle. Si des signes montrant de nouvelles tendances en matière de croissance de la productivité se manifestaient, le Conseil des gouverneurs en tiendrait compte dans une prochaine réévaluation annuelle de la valeur de référence.

Calendrier des décisions de politique monétaire

Certains observateurs de la BCE ont estimé que les décisions de politique monétaire de la BCE auraient surpris les marchés et que cela accroîtrait la volatilité de court terme des marchés monétaires¹⁶.

En l'absence d'une mesure acceptée par tous de la volatilité du marché monétaire, il n'est pas facile de répondre à cet argument. Par exemple, une étude des services de la BCE examinant la volatilité des taux d'intérêt au jour le jour conclut que la volatilité a été réduite par l'introduction d'un nouveau système de réserves obligatoires. Elle montre également que, à l'exception peut-être de la réduction des taux d'intérêt survenue en mai 2001, les mouvements de taux décidés par la BCE ont plutôt diminué qu'augmenté la volatilité des taux au jour le jour¹⁷. Deux éléments distincts, mais liés, doivent être pris en compte dans ce contexte, à savoir la fréquence des mouvements de taux nécessaire pour atteindre l'objectif de stabilité des prix et le degré réel de surprise créée sur les marchés par les décisions de politique monétaire.

S'agissant du premier élément, il importe de noter que les travaux universitaires sur le degré optimal d'intervention mènerait au total à conclure, dans le cas de la BCE, en faveur d'une fréquence réduite. Alors que les informations détaillées sur la manière dont l'instrument affecte l'économie réelle et finalement les prix sont essentielles pour la politique monétaire, la connaissance du mécanisme de transmission dans la zone euro en est encore à ses balbutiements et reste caractérisée par une forte incertitude. Dans une telle situation, les études économiques traditionnelles donnent à penser que la politique monétaire devrait moins veiller

à lisser la production à court terme qu'à s'attacher à stabiliser les évolutions des prix à moyen et à long terme. C'est la raison pour laquelle la BCE surveille attentivement la croissance d'un agrégat de monnaie large, qu'elle considère comme un point de repère important pour évaluer l'évolution des prix à de tels horizons. En outre, étant donné l'incertitude entourant certains paramètres essentiels décrivant le mécanisme de transmission, « le principe de modération de Brainard » suggère qu'une Banque centrale devrait réagir avec circonspection aux informations qu'elle reçoit. Toutefois, des travaux récents ont montré que ce principe pouvait être renversé en situation d'incertitude quant au caractère durable du processus d'inflation ou en l'absence d'une crédibilité sans faille.

En ce qui concerne le second élément, la BCE, profitant d'une stratégie crédible, s'efforce de donner certaines indications aux marchés. Il devrait en résulter une diminution des primes de risque contenues dans les taux d'intérêt, ce qui contribuerait à assurer une bonne réactivité des marchés aux impulsions monétaires qui sont transmises. Cela peut à son tour être favorable au maintien de la stabilité des prix dans la zone euro. En outre, les marchés ont pu, le plus souvent, anticiper les décisions de politique monétaire de la BCE. Cela a notamment été très clair lors des relèvements successifs de faible ampleur des taux d'intérêt survenus durant l'hiver 1999-2000 et le printemps qui a suivi.

Ceci n'exclut pas cependant que dans certaines circonstances la Banque centrale surprenne les marchés. Une surprise peut se produire lorsque l'évaluation des informations disponibles par la Banque centrale ne recoupe pas celle conduite par les marchés, ou lorsque la Banque centrale dispose d'informations différentes. Il apparaît en effet que, les rares fois où la BCE a pris les opérateurs de marché de court, les informations disponibles analysées dans le cadre des deux piliers avaient été évaluées différemment¹⁸. Ainsi, en mai 2001, la BCE était en possession de nouvelles informations relatives à M3. Il n'y a donc rien de surprenant à ce que la Banque centrale ait décidé d'agir sans délai de manière conforme à sa stratégie plutôt que de retarder son intervention afin d'éviter tout élément de surprise. Il convient aussi de souligner à cet égard que des révisions significatives et imparfaitement anticipées de données dans le cadre d'un agrégat statistique tel que M3 devraient rester exceptionnelles. En outre, la BCE prend en compte rapidement toutes les informations disponibles. Ce fut le cas le 8 novembre 2001 lorsqu'elle a pris sa décision en se fondant essentiellement sur les informations fournies par les indicateurs et les prévisions disponibles, analysés dans le cadre du second pilier. La BCE a expliqué immédiatement sa décision lors de la conférence de presse organisée le jour même.



Depuis le début de 1999, la BCE applique une nouvelle stratégie de politique monétaire fondée sur deux piliers, qu'elle a conçue et mise en place afin de répondre aux défis spécifiques de l'UEM. Prenant en compte les analyses théoriques disponibles, cette nouvelle approche a, semble-t-il, réussi son examen de passage dans la mesure où sa souplesse lui permet d'incorporer des éléments provenant d'autres démarches, telles que les stratégies fondées sur un objectif monétaire ou un objectif d'inflation, et ce, en tenant compte de la nécessité d'une adaptation et d'une sophistication permanentes des analyses face à l'évolution de l'économie et aux variations des prix des actifs. Toutefois, comme en témoignent les questions soulevées par certains observateurs extérieurs à la BCE, des efforts restent à faire pour améliorer la communication sur cette stratégie et la faire mieux connaître au public.

Parallèlement, cette nouvelle stratégie a été mise en œuvre et chaque pilier a démontré son importance. Elle a permis de prendre des décisions qui ont été généralement considérées comme appropriées. En outre, la BCE jouit d'une grande crédibilité, même si celle-ci ne s'appuie que sur une courte expérience. En trois ans, la stratégie fondée sur deux piliers s'est avérée solide dans différentes situations difficiles. S'il s'agit assurément d'une période très courte, l'expérience accumulée est très encourageante et permet de penser que cette stratégie permettra de faire face aux difficultés qui ne manqueront pas de la mettre à l'épreuve à l'avenir.

Au total, la BCE fournit au public, à intervalles réguliers et à travers ses diverses publications, un panorama complet des indicateurs économiques, financiers et monétaires disponibles. La stratégie de politique monétaire de la BCE contribue à cette transparence en apportant au public un cadre d'analyse systématique de ces indicateurs. La publication d'analyses supplémentaires, et notamment des projections macroéconomiques établies par les services de l'Eurosystème, vise à faciliter l'évaluation des risques pour la stabilité future des prix. Toutefois, comme certains observateurs extérieurs de la BCE le reconnaissent¹⁹, rendre public chacun des aspects qui mènent aux décisions de politique monétaire à la manière d'un procès-verbal des réunions du Conseil des gouverneurs n'améliorerait pas nécessairement la transparence de la politique monétaire. À cet égard, une Banque centrale se doit de trouver le juste équilibre entre transparence, clarté et simplicité. C'est ce juste équilibre qui, avec le temps, se traduira par une meilleure compréhension de la politique monétaire par le public.

NOTES

1. À cet égard, ce mandat se distingue de celui conféré à d'autres Banques centrales dont la responsabilité s'exerce dans une zone ayant une taille comparable. C'est ainsi que le Système fédéral de réserve des États-Unis doit contribuer à la réalisation d'un grand nombre d'objectifs, notamment ceux définis par le « Federal Reserve Act » consistant notamment à « promouvoir efficacement la réalisation des objectifs de l'emploi maximum, de la stabilité des prix et de l'obtention de taux d'intérêt à long terme modérés ».
2. Voir BCE (1999a).
3. Svensson (1999).
4. Voir BCE (2000b).
5. Voir aussi BCE (2001).
6. Voir Issing (2000a).
7. En décembre 2001, la BCE a publié une série corrigée des avoirs des non-résidents de la zone euro en instruments du marché monétaire et en titres de créance d'une durée initiale inférieure ou égale à deux ans. La BCE estime que cette correction s'est traduite par une diminution de 0,7 point de pourcentage de la croissance annuelle de M3 en septembre 2001.
8. Voir aussi Trichet (2001).
9. Lors de la conférence de presse du 8 novembre 2001, le président de la BCE a fait la déclaration suivante : « Enfin, je souhaiterais vous informer du fait que le Conseil des gouverneurs a décidé qu'à compter d'aujourd'hui, il n'effectuera - en principe - une évaluation de l'orientation de la politique monétaire de la BCE que lors de sa première réunion du mois. Par conséquent, les décisions relatives aux taux d'intérêt seront normalement prises durant cette réunion. Lors de la seconde réunion du mois, le Conseil des gouverneurs traitera essentiellement les questions portant sur les autres missions et responsabilités de la BCE et de l'Eurosystème. À l'issue de cette seconde réunion, il ne sera plus publié de communiqué de presse relatif aux décisions de politique monétaire de la BCE. Évidemment, si les circonstances le requièrent, le Conseil des gouverneurs peut toujours décider de modifier à tout moment les taux d'intérêt directeurs de la BCE, sans tenir compte du calendrier des réunions établi à l'avance (comme l'a récemment illustré la décision d'abaisser les taux d'intérêt intervenue le 17 septembre 2001) ».
10. Artus (2001) prétend que la politique monétaire unique doit réduire au maximum l'inflation de chaque pays plutôt que de poursuivre un objectif basé sur la moyenne des pays de la zone euro.
11. Voir Sinn et Reutter (2001).
12. Une comparaison de la dispersion entre les villes américaines montre que les différences d'inflation entre différentes régions sont naturelles dans une union monétaire établie de longue date. L'ampleur observée des différences d'inflation d'environ trois points de pourcentage entre l'IPCH le plus élevé et l'IPCH le plus faible n'est pas inhabituelle si l'on examine les données américaines sur la période 1919-1998. Pour plus de détails, voir BCE (1999b).
13. Voir l'étude de Fase et Vanthoor (2000).
14. De manière générale, les auteurs, par exemple Artus (2001), pour lesquels la politique monétaire doit tenir compte de la dispersion des conjonctures au sein de la zone euro, basent leur analyse sur une hypothèse particulière concernant les préférences de la BCE. Selon eux, ces préférences résulteraient de la somme pondérée de fonctions d'utilités nationales semblables et ignorant elles-mêmes la dispersion au sein des économies nationales. C'est à la fois peu vraisemblable, contradictoire et difficile à réconcilier avec les principes d'indépendance et d'« une voix, un homme » imposés par le Traité.
15. Voir BCE (2000a).
16. Voir par exemple Gros, Davanne, Emerson, Mayer, Tabellini et Thygesen (2000). Cette étude analyse plusieurs indicateurs financiers de la volatilité pour appuyer la thèse selon laquelle la volatilité des marchés monétaires de la zone euro était plus élevée qu'aux États-Unis en raison de l'incertitude entourant les décisions de politique monétaire de l'Eurosystème.
17. Voir Gaspar, Perez-Quiros et Sicilia (2001). Cette étude ne couvre pas la baisse des taux d'intérêt décidée en mai 2001.

18. À propos de l'ampleur des risques de déflation dans le cadre du second pilier en avril 1999 et au sujet de l'évolution de M3 signalée par le premier pilier en mai 2001

20. Voir par exemple Alesina, Blanchard, Gali, Giavazzi et Uhlig (2001). Il faut noter que Svensson (1999) considère que la publication des « minutes » est un élément essentiel de la transparence.

BIBLIOGRAPHIE

ALESINA A., O. BLANCHARD, J. GALI, F. GIAVAZZI et H. UHLIG (2001), *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area - Monitoring the European Central Bank*, Rapport du CEPR.

ARTUS P. (2001), *L'euro et la Banque centrale européenne*, Economica.

CENTER FOR FINANCIAL STUDIES (1999), Proceedings of the conference « The ECB and its Watchers » held on 17/18 June 1999 in Frankfurt.

BCE, *Rapports annuels*

BCE (1999a), « La stratégie de politique monétaire axée sur la stabilité de l'Eurosystème », *Bulletin mensuel*, janvier.

BCE (1999b), « Les écarts d'inflation dans une union monétaire », *Bulletin mensuel*, octobre.

BCE (2000a), « PIB potentiel et écart de production: concepts, utilisations et évaluations », *Bulletin mensuel*, octobre.

BCE (2000b), « Les deux piliers de la stratégie de politique monétaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, novembre.

BCE (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, Rapport, June.

FASE M. et TW. VANTHOOR (2000), *The Federal Reserve System discussed: a comparative analysis*, DNB staff reports, n° 56.

GASPAR V., G. PEREZ-QUIROS et J. SICILIA (2001), « The ECB monetary policy strategy and the money market », *Working Paper n° 47* de l'Oesterreichische Nationalbank.

GROS D., O. DAVANNE, M. EMERSON, T. MAYER, G. TABELLINI et N. THYGESEN (2000), *Quo vadis euro? The cost of muddling through*, Rapport du CEPS.

ISSING O. (2000a), « The Monetary Policy of the European Central Bank: Strategy and Implementation », *Kredit und Kapital*, 15, pp. 353 - 388.

ISSING O. (2000b), « The ECB's monetary policy: experience after the first year », *Journal of Policy Modelling*, 22(3), pp. 325 - 343.

ISSING O., V. GASPAR, I. ANGELONI et O. TRISTANI (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*, Cambridge University Press.

SINN H.-W. et M. REUTTER (2001), « The minimum inflation rate for Euroland », *NBER Working Paper n° 8085*.

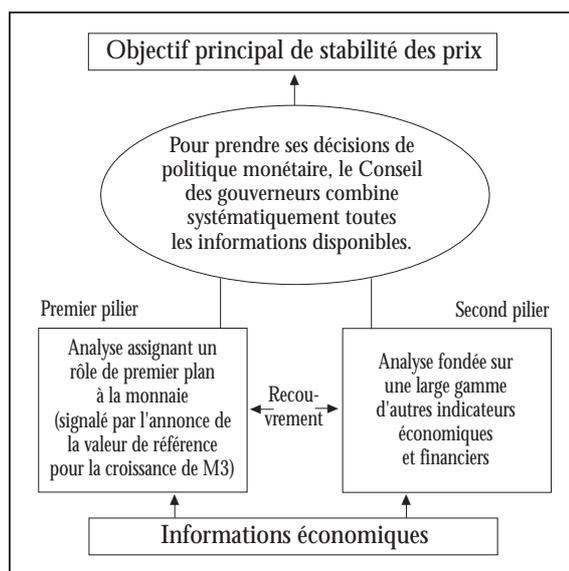
SVENSSON L. (1999), « Monetary policy issues for the Eurosystem », paper presented at the CFS research conference « The ECB and its Watchers » on 17/18 June 1999 in Frankfurt.

THORNTON D. (2000), « The relationship between the Federal Funds Rate and the Fed's Federal Funds Rate Target: is it open market or open mouth operations? », *Economic Research Centre of the Bundesbank Discussion Paper n° 9/00*.

TRICHET J.-C. (2001), « The euro after two years », *Journal of Common Market Studies*, 39, pp. 1 - 13.

WINKLER B. (2000), « Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making », *ECB Working Paper n° 26*, August.

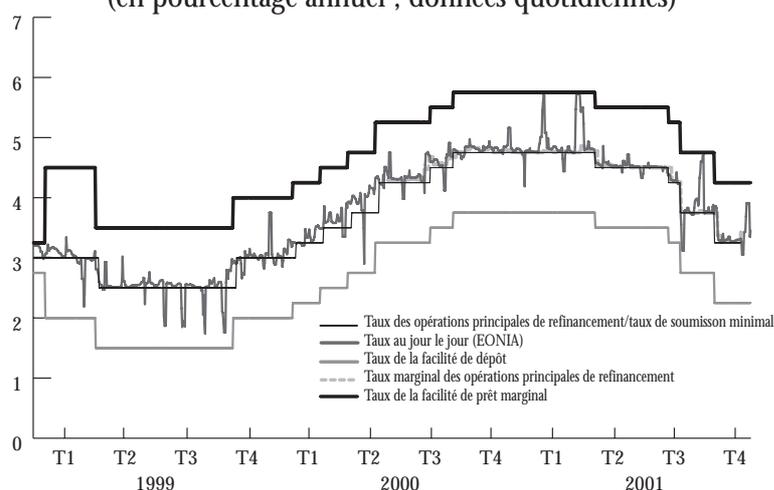
ANNEXE
Graphique n°1
La stratégie de politique monétaire de la BCE axée sur la stabilité



Source : BCE, Bulletin mensuel, novembre 2000.

25

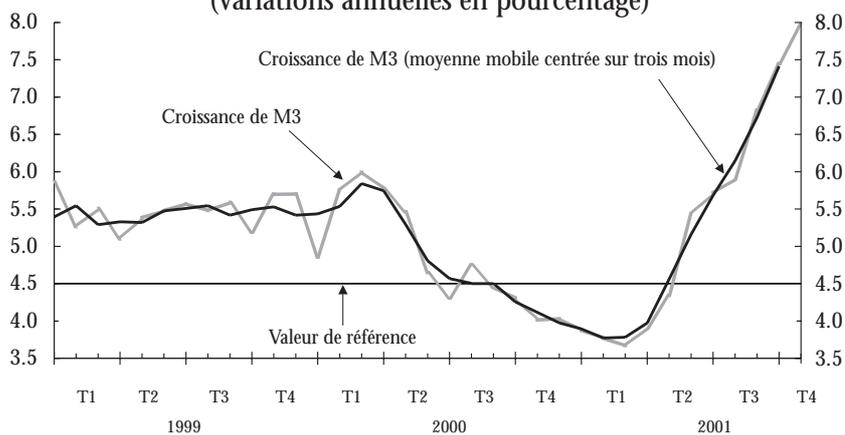
Graphique n°2
Taux d'intérêt de la BCE et taux du marché monétaire
 (en pourcentage annuel ; données quotidiennes)



Source : BCE, Bulletin mensuel.

Note : À compter de l'opération réglée le 28 juin 2000, le taux des opérations principales de refinancement se réfère au taux de soumission minimal appliqué aux appels d'offres à taux variable.

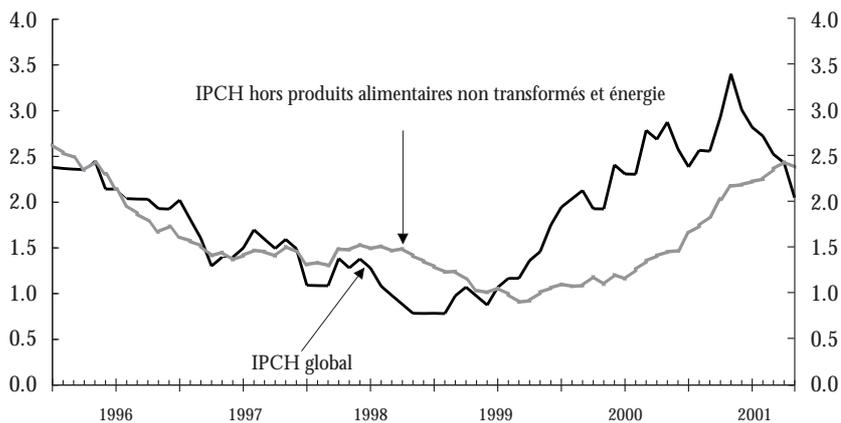
Graphique n°3
Croissance de M3 et valeur de référence
 (variations annuelles en pourcentage)



Source : BCE, Bulletin mensuel. Dernières données disponibles : novembre 2001.

Note: Les séries ne sont pas corrigées des instruments du marché monétaire et des titres de créance d'une durée inférieure ou égale à deux ans détenus par les non-résidents de la zone euro.

Graphique n°4
Évolution de l'inflation dans la zone euro



Source : Eurostat. Dernières données disponibles : novembre 2001.

(variations annuelles en pourcentage)

Tableau n°1
Les projections des services de l'Eurosystème*
 (variations annuelles en pourcentage ; moyennes)

	2000	2001	200	2003
IPCH	2,4	2,6 - 2,8	1,1 - 2,1	0,9 - 2,1
PIB en volume dont :	3,4	1,3 - 1,7	0,7 - 1,7	2,0 - 3,0
Consommation privée	2,6	1,7 - 2,1	1,2 - 2,2	1,5 - 3,1
Consommation publique	1,8	1,1 - 2,3	0,8 - 1,8	0,8 - 1,8
Formation brute de capital fixe	4,5	-0,6 - 0,4	-1,0 - 2,0	1,2 - 4,4
Exportations (biens et services)	12,4	2,4 - 5,2	0,3 - 3,5	4,0 - 7,2
Importations (biens et services)	10,9	1,1 - 3,7	0,6 - 4,0	3,7 - 7,1

* Pour chaque variable et chaque horizon, les intervalles présentés sont fondés sur l'écart moyen entre les réalisations et les projections antérieures établies par les Banques centrales de la zone euro.

Source : BCE, Bulletin mensuel, décembre 2001.

