

La politique monétaire de la BCE : incertitudes et immobilisme

Giuseppe Diana et Blandine Zimmer

Depuis le début de l'année 2002, la Banque Centrale Européenne (BCE) n'a modifié ses taux directeurs qu'à deux reprises. La politique monétaire peu active de l'institution de Francfort doit cependant être considérée à la lumière de la grande incertitude qui caractérise la période qui s'est ouverte avec les dramatiques attentats du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis. Les scandales financiers et leurs répercussions sur les places boursières ainsi que les tensions géopolitiques et leurs conséquences sur les prix pétroliers ont largement contribué à entretenir un faible degré de visibilité macro-économique au niveau mondial. Ces incertitudes ont altéré la qualité des informations que la BCE extrait de la lecture de l'évolution de ses principaux indicateurs dans le cadre de sa stratégie des deux piliers. Face à cette incertitude et au risque inhérent qu'elle comporte, la BCE n'a (pratiquement) pas bougé.

La politique monétaire de la BCE s'appuie sur deux piliers. Le premier pilier donne une place centrale à la monnaie et plus précisément à l'évolution de l'agrégat monétaire M3. Le second pilier repose sur «une large gamme d'indicateurs, des perspectives d'évolution des prix et des risques pour la stabilité des prix dans l'ensemble de la zone euro» (Bulletin mensuel de la BCE, janvier 1999). Nous allons exposer les raisons qui ont rendu la stratégie des deux piliers largement inopérante depuis le début de l'année 2002. Nous commencerons par le second pilier, dont les indicateurs ont été caractérisés par une grande volatilité. Enfin, nous analyserons le premier pilier, le plus important pour la conduite de la politique monétaire, et nous nous interrogerons sur sa pertinence.

Le second pilier : des signaux contrastés et changeants

Durant l'année 2001, tous les indicateurs allaient dans le sens d'un ralentissement de l'activité économique dans la zone euro. La BCE avait alors mené une politique de détente des taux assez vigoureuse, en baissant son principal taux directeur à sept reprises. La dernière de ces baisses, intervenue le 8 novembre 2001 après que les attentats du 11 septembre laissaient augurer d'un ralentissement plus long et plus profond que prévu,

avait ainsi ramené le taux des opérations principales de refinancement à 3,25%.

Au début de l'année 2002, les signes d'une reprise modérée de l'activité économique en Europe se sont fait sentir. Par ailleurs, l'introduction physique de l'euro et les craintes de dérive inflationniste qu'elle suscitait n'ont pas incité la BCE à revoir sa politique monétaire. Et ce, malgré l'atonie de la reprise et un niveau modeste de l'inflation (qui est passée de 2,4% en 2001 à 2,2% en 2002). Durant le premier semestre, les informations économiques indiquaient déjà que la timide reprise s'essouffait, comme elle continuera de le faire tout au long de l'année. En effet, dans l'ensemble de la zone euro, le taux de croissance du PIB en volume s'est établi à 0,8% en 2002 après avoir enregistré un piètre 1,4 % en 2001. Cependant, durant ce même semestre, l'augmentation sensible des prix des produits pétroliers, conjuguée à une faiblesse persistante de l'euro face au dollar, a accentué les risques inflationnistes. Face à ces données contradictoires, la BCE a choisi de maintenir inchangé son taux directeur. Le second semestre de l'année 2002 a cependant vu se dessiner une inversion de tendance dans la perception du risque inflationniste pour la zone euro. En premier lieu, le ralentissement de l'activité économique a été jugé favorable à la modération salariale (l'évolution des salaires étant un des indicateurs du second pilier). L'appréciation continue de l'euro face au dollar a constitué le second élément plaidant

pour une réduction du risque inflationniste. Ainsi, alors qu'un euro valait approximativement 0,87 dollar en avril 2002, son cours s'établissait à environ 1,15 dollar à la mi-mai 2003. Cette évolution a, en partie du moins, permis de limiter l'impact inflationniste du renchérissement du prix du pétrole comme le confirme le tableau suivant retraçant l'évolution du prix du baril de *brent*, exprimé en dollars et en euros, de mars 2002 à mars 2003.

Prix du baril de pétrole (exprimé en dollars et en euros)

Mois de	Prix en \$	Prix en €
Mars 2002	23,5	26,8
Avril 2002	25,5	28,8
Mai 2002	25,5	27,9
Juin 2002	24,2	26,2
Juillet 2002	25,7	25,9
Août 2002	26,6	27,2
Septembre 2002	28,4	28,9
Octobre 2002	27,6	28,1
Novembre 2002	24,3	24,2
Décembre 2002	28,0	27,6
Janvier 2003	31,1	29,3
Février 2003	32,7	30,9
Mars 2003	30,5	28,2

Source : Insee

Ces différents éléments ont conduit le Conseil des gouverneurs de la BCE à considérer que les tensions inflationnistes avaient diminué. En conséquence, une baisse des taux de 50 points de base est décidée en décembre 2002. Une autre, de 25 points de base, est annoncée en mars 2003. Le principal taux directeur s'établit alors à cette date à 2,50 %.

Le premier pilier : M3 est-il un indicateur pertinent ?

Les décisions de politique monétaire de la BCE reposent essentiellement sur l'analyse de l'évolution du taux de croissance de la masse monétaire, cette dernière étant représentée par l'agrégat large M3. Pour ce taux de croissance, la BCE s'est fixé une valeur de référence de 4,5 % par an supposée correspondre à une croissance

monétaire compatible avec sa définition de la stabilité des prix (un taux d'inflation compris dans la fourchette de 0 à 2% par an). Cette valeur de référence a été dépassée à partir du troisième trimestre de l'année 2001. Le taux de croissance de l'agrégat monétaire M3 s'est fortement renforcé durant le second semestre de l'année 2001 pour s'établir à 7,7% au quatrième trimestre de cette même année. Par la suite, le rythme de croissance de M3 s'est inscrit en léger recul durant l'année 2002 (7,8 %, 7,5 %, 7,2 % et 7,0 % respectivement pour les quatre trimestres). En rythme annuel, le taux de croissance de M3 s'est établi à 5,5% en 2001 et à 7,4% en 2002.

Le faible niveau des taux d'intérêt à court terme a certainement contribué à l'accroissement de la détention des actifs les plus liquides contenus dans M3. Mais la faiblesse des coûts d'opportunité liés à la détention de monnaie ne constitue certainement pas le facteur explicatif le plus convainquant. Comme le souligne la BCE dans son rapport annuel pour l'année 2002, l'évolution de M3 depuis la mi-2001 résulte «largement des mouvements de portefeuille des investisseurs privés au détriment des actions et d'autres actifs financiers à long terme et en faveur d'actifs à court terme plus liquides et relativement sûrs inclus dans M3». Ces réaménagements de portefeuille trouvent bien entendu leur origine dans les scandales financiers apparus outre-atlantique. En orientant très clairement les marchés boursiers à la baisse et en accroissant leur volatilité, c'est-à-dire leur risque, ces scandales ont incité les investisseurs à privilégier les actifs inclus dans M3. Cela s'est traduit par une augmentation mécanique du rythme de croissance de cet agrégat. Cependant, et comme nous l'avons déjà souligné, l'inflation a reculé de 2001 à 2002. Se pose alors la question de la pertinence du choix de l'évolution de M3 comme indicateur des tendances inflationnistes. Comme le soulignent Artus et Wyplosz (2002), le choix de M3 comme cible intermédiaire est directement emprunté à la Bundesbank. Ces auteurs indiquent également que la Bundesbank n'a réussi à atteindre le rythme de croissance annuelle désiré pour l'agrégat monétaire de référence qu'à 13 reprises sur les 24 années durant lesquelles elle a annoncé un tel objectif. Cette constatation suggère que la demande de monnaie est instable et ne peut donc permettre de cibler efficacement le taux d'inflation. Ce point est reconnu à mi-mot par

la BCE. Ainsi dans son dernier rapport annuel, on peut lire que «l'expérience des deux dernières années donne à penser que les évolutions à court terme de M3 n'ont pas nécessairement d'incidence sur la dynamique des prix et que les écarts de M3 par rapport à la valeur de référence doivent être analysés en liaison avec d'autres indicateurs réels et financiers, afin de comprendre leurs implications pour la stabilité des prix». Malgré cet aveu, la BCE ne semble pas décidée à changer de cible intermédiaire. De plus, le 5 décembre 2002, le Conseil des gouverneurs a choisi de ne pas modifier la valeur de référence pour le taux de croissance annuel de M3, à savoir 4,5 %.

Pour une nouvelle détente des taux

Dans la situation actuelle, il est nécessaire que la BCE assouplisse encore sa position. Cette politique passe par une lecture souple du premier pilier puisque M3 est, comme nous venons de le faire remarquer, un indicateur très imparfait de l'évolution des prix. Par ailleurs, les tensions inflationnistes sont inexistantes : l'activité économique reste déprimée en Europe, l'euro a presque retrouvé le niveau qui était le sien lors de son introduction en janvier 1999 (il était alors à 1,17 dollar contre 1,15 aujourd'hui) et les prix des produits pétroliers ont reculé sensiblement depuis l'intervention américaine en Irak.

Dans ce contexte, la BCE peut assouplir sa position sans crainte de reprise inflationniste. Elle ne ferait alors que mettre en œuvre la politique qui lui a été assignée par le traité de Maastricht : assurer la stabilité des prix et, **dans la mesure où cela ne porte pas préjudice à cet objectif de stabilité des prix, apporter son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté.**

Lors de sa dernière réunion du 8 mai 2003, la BCE a néanmoins décidé de maintenir inchangé sa position monétaire. Ce comportement est dommageable, non seulement à court terme pour l'activité économique européenne, mais aussi à plus long terme pour une institution qui doit se forger une réputation par l'efficacité de ses décisions monétaires. Or, nous savons que l'efficacité d'une politique passe essentiellement par l'impact qu'elle exerce sur les anticipations des agents économiques. Pour exercer un impact sur

ces anticipations, cette politique doit être crédible. Pour être crédible, elle doit être comprise. Malheureusement aujourd'hui, nombreux sont ceux qui ne comprennent pas la politique de la BCE.

Pour en savoir plus :

Artus P. et C. Wyplosz (2002), « La banque centrale européenne », Conseil d'analyse économique, La Documentation Française.

Banque Centrale Européenne (2003), « Rapport annuel de la BCE », Avril.