

La Banque centrale européenne

Rapports

*Patrick Artus
Charles Wyplosz*

Commentaires

*Michel Aglietta
Daniel Gros*

Compléments

*Anton Brender
Jean-Victor Louis*

*Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique
par Christine Carl*

© La Documentation française. Paris, 2002 - ISBN : 2-11-005254-6

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

Sommaire

INTRODUCTION	5
Jean Pisani-Ferry	
La Banque centrale européenne en quête de maturité	9
Charles Wyplosz	
<i>Introduction</i>	9
<i>Chapitre 1. Que fait aujourd'hui une banque centrale ?</i>	12
1. Évolution des principes et des pratiques	12
2. Canaux de transmission	15
3. Objectifs et instruments	18
4. Communication et indépendance	20
<i>Chapitre 2. La BCE : une banque centrale moderne ?</i>	27
1. L'indépendance de la Banque centrale européenne	28
2. Fédéralisme	30
3. Bilan	35
<i>Chapitre 3. La stratégie de la politique monétaire</i>	36
1. Critique de la stratégie à deux piliers	36
2. Trois défis en trois ans	40
3. Les coûts d'une stratégie mal formulée	44
4. Redéfinir la stratégie de la politique monétaire	45
5. Conclusions	52
<i>Chapitre 4. Prise de décision et communication</i>	53
1. L'ambiguïté fondamentale	53
2. Sept critères pour repenser le processus de prise de décision	54
3. Trois solutions pour une meilleure prise de décision	57
4. La voie étroite entre fédéralisme et réalisme	60
5. Conclusions	62
<i>Chapitre 5. Coordination des politiques macroéconomiques</i>	64
<i>Introduction</i>	64
1. Coopération entre politiques budgétaire et monétaire	64
2. Coopération entre politiques budgétaires	67
3. Conclusions	69

La Banque centrale européenne à l'épreuve des faits	73
<i>Patrick Artus</i>	
<i>Introduction</i>	73
<i>Chapitre 1. Trois années et demie de fonctionnement de la BCE</i>	75
1. Une difficulté majeure pour la BCE : l'incertitude sur les canaux de transmission de la politique monétaire	75
2. La prise en compte par la BCE de l'état de la conjoncture	83
<i>Chapitre 2. Quel objectif d'inflation pour la BCE ?</i>	93
1. Pour un changement dans la définition de l'objectif	93
2. Pour un changement de la stratégie	97
3. Conclusions : être plus précis sur l'objectif et prendre garde à la crédibilité	104
<i>Chapitre 3. La perception de la BCE par les marchés</i>	105
1. Les actions de la BCE sont-elles difficiles à prévoir ?	105
2. La BCE est-elle crédible ?	108
Conclusions	119
<i>Patrick Artus et Charles Wyplosz</i>	
1. En trois années d'existence, la BCE a su faire preuve d'un pragmatisme de bon aloi	119
2. La BCE devrait adopter une cible d'inflation moins stricte	120
3. La BCE devrait adopter une stratégie de ciblage souple de l'inflation	122
4. La BCE devrait porter une attention plus grande au prix des actifs ..	123
5. Le mécanisme de prise de décision doit être aménagé	124
COMMENTAIRES	
Michel Aglietta	125
Daniel Gros	135
COMPLÉMENTS	
A. L'adaptation de la La Banque centrale européenne à l'élargissement	141
<i>Jean-Victor Louis</i>	
B. Comment la Réserve fédérale américaine a expliqué sa politique	155
<i>Anton Brender</i>	
RÉSUMÉ	173
SUMMARY	177

Introduction

Le présent volume n'est pas exactement analogue aux autres rapports du CAE. Il ne porte pas sur une question de politique économique mais évalue la performance d'une institution, la Banque centrale européenne (BCE). Cette orientation n'affecte pas la nature du travail de Patrick Artus et Charles Wyplosz : pour conduire leur étude, ils ont mobilisé comme à l'accoutumée les outils de l'analyse économique. Mais elle donne à leur rapport un caractère particulier, dont il faut préciser les motivations.

La tâche de la BCE – ou plus exactement celle de l'Eurosystème, qu'elle constitue en association avec les banques centrales nationales – est triplement délicate. Elle doit d'abord gérer la macroéconomie d'un ensemble, la zone euro, dont les réactions aux chocs de toutes origines et la réponse aux impulsions monétaires sont par définition mal connues, car sauf à supposer que l'euro n'a *rien* changé aux comportements économiques, le tout n'est pas exactement la somme des parties. Elle doit ensuite achever d'établir sa réputation aux yeux des agents économiques d'Europe et d'ailleurs, sans sacrifier le pragmatisme à la quête de la crédibilité. Elle doit enfin expliquer sa politique et rendre compte de son action face à une opinion européenne fragmentée par la diversité des situations conjoncturelles et la disparité des débats nationaux.

En Europe, la BCE est critiquée. C'est la contrepartie de son pouvoir, mais aussi de la difficulté qu'elle a éprouvée à se doter d'une stratégie lisible. Cependant ces critiques sont multiples, souvent confuses, et parfois contradictoires : s'y mêlent regrets, voilés ou pas, quant à l'indépendance de l'institution, contestations du bien-fondé du mandat qu'elle a reçu des traités et notamment de la priorité absolue donnée à la stabilité des prix, doutes sur la pertinence du plafond de 2 % de hausse des prix retenu par l'Eurosystème, controverses à propos du rôle donné aux agrégats monétaires dans la stratégie dite des « deux piliers », mises en cause de la politique de communication des dirigeants de la BCE et, bien entendu, réserves quant aux décisions de hausse ou de baisse des taux que l'institution a prises depuis qu'elle a reçu la responsabilité de conduire la politique monétaire.

L'intensité de ces critiques n'est pas aujourd'hui telle que la Banque centrale soit gravement mise en cause. Mais ce qui frappe est qu'elles se conjuguent en un bruit de fond préoccupant. L'idée tend à s'installer que l'union monétaire a donné naissance à un pouvoir distant et parfois autiste,

plus soucieux d'observer des règles obscures que préoccupé de concourir au bien-être des Européens. L'incapacité dans laquelle se sont trouvés les acteurs de la politique économique de la zone euro – gouvernements et BCE – de prévenir un ralentissement qu'on imaginait récemment encore devoir être limité aux Etats-Unis, va sans doute contribuer à amplifier la polémique : les Européens, à qui l'euro avait été présenté comme le gage d'une autonomie conjoncturelle accrue, vont sans nul doute s'interroger sur les raisons d'une dépendance persistante à l'égard des cycles américains.

Cette situation n'est pas saine, pour deux raisons. D'abord, bien sûr, parce que la question est de premier rang. L'expérience internationale a montré à satiété qu'une bonne politique monétaire ne suffit pas à susciter la croissance, mais qu'une politique inadéquate suffit à l'entraver. Ensuite parce que la BCE est paradoxalement une institution fragile : en voulant la protéger de toutes les influences, les rédacteurs du Traité de Maastricht ont en effet pris le risque de l'isoler des gouvernements et des opinions. Elle est certes soumise à l'obligation de rendre des comptes, mais devant une institution, le Parlement européen, qui ne lui a pas elle-même confié la charge de la monnaie et qui est, par ailleurs, elle aussi en quête de légitimité. Dans un contexte économique malaisé, l'Eurosystème pourrait, demain, d'autant mieux servir de bouc émissaire que nul ne se sent investi de la responsabilité de sa gouvernance.

Les équilibres internes au système de banques centrales qu'avaient imaginés les architectes de l'union monétaire sont par ailleurs en passe d'être bouleversés. La gouvernance de la BCE repose sur la combinaison d'un schéma éprouvé, qui associe au sein de son conseil décisionnel le directoire de l'institution et les gouverneurs de banques centrales nationales, et d'un principe audacieux, qui donne poids égal à tous les gouverneurs et fait de chacun d'entre eux le porte-parole de l'intérêt général. Conçu à l'origine pour une Europe à douze, ce dispositif risque fort de déboucher dans une union monétaire élargie sur un affaiblissement du directoire et une dissociation de l'unité du Conseil. L'efficacité et la légitimité de la gouvernance interne de l'Eurosystème en seraient sérieusement affectées.

C'est dans cette perspective qu'il est apparu utile de consacrer un rapport du Conseil d'analyse économique à la Banque centrale européenne. Non que la matière n'ait pas fait l'objet d'études : outre l'abondante littérature que produit la BCE elle-même, sa politique est en Europe régulièrement l'objet de recherches. Mais parce qu'il y avait, précisément, matière à structurer la discussion en explicitant à la fois ce qui, d'un point de vue économique, ne fait guère débat, et ce qui prête légitimement à critique. C'est ce à quoi s'attachent Patrick Artus et Charles Wyplosz, dans deux contributions distinctes et un texte commun.

Artus et Wyplosz prennent appui sur les résultats de la recherche et sur leurs propres travaux. Ils commencent par valider les choix fondateurs de l'union monétaire : indépendance de la Banque centrale et priorité à la stabilité des prix. Contrairement à des rapports antérieurs du CAE, ils tiennent également pour essentiellement satisfaisante la faible intensité de la coordi-

nation entre décision monétaire et décisions budgétaires, aussi bien qu'entre autorités budgétaires. Au total, donc, les principes retenus à Maastricht leur paraissent avoir résisté à l'épreuve de l'expérience.

Les auteurs du rapport adressent également un satisfecit à la BCE pour sa gestion des taux d'intérêt. Dans un environnement heurté, elle leur paraît avoir agi avec pragmatisme. Ils soulignent qu'elle a su remplir son mandat en préservant la stabilité des prix mais qu'à la suite de la hausse des prix du pétrole, elle a aussi eu la sagesse d'accepter un dépassement temporaire de son objectif d'inflation et contenir le ralentissement de la croissance. Une comparaison avec les réactions de la Réserve fédérale les conduit à relever les similitudes de comportement entre les deux institutions plutôt que les disparités de réaction qui sont souvent suggérées.

Leurs critiques se concentrent d'une part sur la définition numérique de l'objectif d'inflation, d'autre part sur la formulation par la BCE de sa stratégie monétaire et sur la communication de l'institution. Sur le premier point, ils estiment que le plafond de hausse des prix (2 %) est trop bas, et que la fourchette implicite (1 à 2 %) est trop étroite. Ces choix, qui ont relevé de la seule BCE, leur paraissent induire des coûts potentiels, en termes d'activité et d'emploi, d'exposition au risque déflationniste, et de crédibilité de l'institution. La perspective de l'élargissement, qui conduira à intégrer à la zone euro des pays en rattrapage caractérisés par une hausse des prix tendanciellement plus forte, ne peut qu'amplifier le problème. Artus et Wyplosz recommandent donc de substituer à l'objectif actuel une fourchette d'inflation de 1 à 4 %.

S'agissant du second point, la stratégie et de la manière dont elle est communiquée, Artus et Wyplosz adressent à la BCE des critiques sévères. Sans méconnaître la logique qui a conduit l'institution nouvelle à reprendre à son compte les objectifs de masse monétaire de la *Bundesbank*, ils jugent que la stratégie dite des « deux piliers » a été source de confusion et d'incompréhension. Ils estiment qu'il est temps de se débarrasser de cet héritage encombrant et, à l'instar des banques centrales modernes, de formuler une stratégie claire. Bien que les décisions de la BCE aient semble-t-il été correctement anticipées par les marchés, ils estiment en effet que l'absence de lisibilité de la stratégie monétaire contribue à entretenir parmi les détenteurs d'actifs une certaine perplexité à l'égard des règles du jeu de la zone euro. La question ne touche pas seulement à la communication : elle a trait aussi à l'efficacité de la Banque centrale dans un monde où les mots – la gestion des anticipations – comptent parfois autant que les actes – le maniement des taux d'intérêt.

Artus et Wyplosz s'accordent enfin pour juger que les procédures de décision doivent impérativement être adaptées en vue de l'élargissement, et que l'instance décisionnelle doit être limitée à dix membres. Après avoir examiné trois options (le regroupement de plusieurs gouverneurs au sein de circonscriptions, la délégation de la décision monétaire à un comité restreint, et une procédure qui ferait participer les gouverneurs à la décision par rotation), ils retiennent soit la délégation, qui a leur préférences d'un

point de vue économique, soit la rotation, qui leur paraît juridiquement plus robuste. Ils excluent un système de circonscriptions, qui serait porteur d'une gestion diplomatique de la politique monétaire.

Les problèmes jugés pertinents par les auteurs du rapport sont, on le voit, circonscrits. Ils ne remettent pas en cause les choix fondamentaux effectués voici dix ans, mais isolent des questions et proposent des solutions. Que ces discussions ne soulèvent aucune empoignade entre des visions irréconciliables est une évidence. Que leurs enjeux soient d'importance et qu'elles méritent d'être traitées devrait l'être aussi.

Dans son commentaire, Michel Aglietta s'étonne de ce qu'Artus et Wyplosz se montrent à la fois critiques de la stratégie de la BCE et satisfaits de son action, alors que la zone euro a témoigné d'une faible autonomie conjoncturelle. Il met ensuite l'accent sur trois points : l'incompatibilité théorique entre une stratégie fondée sur les agrégats monétaires et les théories modernes de la monnaie endogène, dont la traduction opérationnelle est le ciblage de l'inflation ; les insuffisances du rapport sur la question des canaux de transmission de la politique monétaire, point sur lequel la BCE a récemment conduit une étude exhaustive ; et l'organisation de la décision collective, question sur laquelle il rejoint les auteurs du rapport pour souhaiter une réforme, mais plaide pour que les gouverneurs des principales banques centrales de la zone euro siègent en permanence au Conseil.

Daniel Gros relève lui aussi le paradoxe d'un rapport qui, après avoir décerné un satisfecit à l'institution, souligne l'urgence du changement. Il rappelle qu'il n'y a pas consensus parmi les économistes européens pour demander l'abandon du premier pilier (l'agrégat) de la stratégie de la BCE. Il regrette que la question de la coordination soit traitée rapidement. Il exprime des doutes quant à la pertinence, dans la formulation de la stratégie monétaire, d'une prise en compte du prix des actifs. Enfin il exprime lui aussi son accord quant à la nécessité de réformer l'organe de décision monétaire, et suggère que cela fasse l'objet de propositions de la Convention.

Deux compléments accompagnent le rapport : Anton Brender examine sur la base des dépositions de ses dirigeants devant le Congrès comment la Réserve fédérale américaine a expliqué sa politique et en a rendu compte ; Jean-Victor Louis étudie au regard des traités les conditions juridiques d'une modification des dispositions relatives à la composition des instances décisionnelles de l'Eurosystème.

Le rapport, dont Éric Dubois a assuré le suivi au sein de la cellule permanente du CAE, a été discuté en séance plénière du Conseil le 21 mars puis le 11 juillet 2002, en présence du Premier ministre, Jean-Pierre Raffarin.

Jean Pisani-Ferry

Président délégué du Conseil d'analyse économique

La Banque centrale européenne en quête de maturité

Charles Wyplosz

*Professeur à l'Institut universitaire de hautes études internationales,
Université de Genève*

Introduction

Les aspects essentiels (statuts, objectifs, structure) du fonctionnement de la Banque centrale européenne (BCE) et du Système européen de banques centrales (SEBC) ont été largement fixés par le Traité de Maastricht, et avaient été en partie anticipés par le Rapport Delors. Ils sont le résultat de deux influences principales : l'expérience acquise par la Bundesbank, considérée alors comme l'une des banques centrales les plus performantes, et les importants progrès réalisés par la recherche sur les questions monétaires. En ce sens, l'Eurosystème est une création des années quatre-vingt. Une partie des controverses à son sujet reflète cet héritage. Mais d'autres banques centrales, créées des décennies ou même des siècles auparavant, ont su s'adapter en fonction de l'état des connaissances et des conditions politiques, et il n'y a aucune raison pour l'Eurosystème n'en fasse pas autant. C'est en partie ce à quoi ce rapport est consacré.

Toute réflexion sur l'Eurosystème, et la possibilité de le faire évoluer, se doit de tenir compte de deux aspects. Tout d'abord, aucune institution n'est parfaite, surtout à ses débuts. La critique est donc aisée, ce qui ne la rend pas moins nécessaire. Ensuite, une partie des institutions en place sont définies en termes relativement précis par le Traité de Maastricht. En l'absence d'une renégociation du traité, soumise ensuite à ratification par tous les états membres, ces aspects ne sont pas modifiables. C'est l'hypothèse admise pour ce rapport, car une remise en cause du traité nous paraît irréa-

liste aujourd'hui, et dans les années qui viennent. Une telle révision est également inutile car, comme tout document constitutionnel bien conçu, le traité est suffisamment général pour être réinterprété sans être modifié.

1. BCE ou SEBC ? Eurosystem peut-être...

Il est aisé de trouver dans les sigles, et même les institutions, une source de confusion. La BCE (Banque centrale européenne) est une nouvelle institution chargée de mettre en œuvre la politique monétaire européenne. Basée à Francfort, elle est dirigée par le Directoire qui comprend un Président (Wim Duisenberg), un Vice-président (Lucas Papademos), et six membres, tous nommés pour huit ans non renouvelables^(*). Le SEBC (Système européen de banques centrales) se compose de la BCE et des banques centrales nationales de pays de l'Union européenne. Comme tous les pays de l'Union n'ont pas adhéré à l'Union monétaire, les décisions de politique monétaire sont prises par le Conseil des Gouverneurs, qui comprend les membres du Directoire et les Gouverneurs des banques centrales nationales des pays membres de l'Union économique et monétaire (UEM), parfois appelée zone euro. Cet ensemble est désigné sous le nom d'Eurosystem. Il est fréquent, mais incorrect, d'utiliser le terme de BCE pour parler de l'Eurosystem.

(*) Pour assurer une rotation sans à-coups, les premiers membres ont été nommés pour des périodes de quatre à huit ans.

Le premier chapitre est essentiellement pédagogique et peut être omis par le lecteur impatient d'examiner les faits. Il revisite les grands principes qui guident la politique monétaire et qui ont influencé les choix effectués à Maastricht en 1991.

Le deuxième chapitre confronte la BCE et les principes. Il étudie ses structures, analysant à chaque étape leur adéquation aux nécessités d'une grande banque centrale moderne. Il examine également les difficultés particulières à une banque centrale multinationale. La conclusion est mitigée : certains aspects sont effectivement conformes aux principes actuellement admis (objectif de stabilité des prix, indépendance) mais d'autres, en particulier la communication et la transparence, font apparaître un certain décalage.

Le troisième chapitre est consacré à la stratégie dont s'est dotée la BCE. Ce chapitre est plutôt critique, mais il s'efforce aussi d'être constructif pour l'avenir. Il examine la manière dont la BCE a fait face aux défis qui se sont présentés à elle durant ses trois premières années d'existence et conclut que les actions menées par la BCE ont été, jusqu'à maintenant, appropriées. Mais la stratégie à deux piliers est très généralement déconsidérée. Tôt ou tard, et le plus tôt sera le mieux, la BCE devra se doter d'une nouvelle

stratégie. Ce chapitre évoque donc les choix essentiels qui s'ouvriront à elle à ce stade.

Le quatrième chapitre revient sur d'autres points faibles : la prise de décision et la communication. Dans la perspective de l'élargissement à venir de l'Union européenne, et ensuite l'accession à l'UEM de nombreux nouveaux pays, une réforme des structures de décision est inévitable. Diverses solutions sont envisagées et comparées. Ce chapitre étudie les implications de ces changements pour ce qui est de la communication.

Le cinquième et dernier chapitre est consacré à la question de la coordination des politiques macroéconomiques au sein de l'UEM. Il examine successivement la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire, puis entre les politiques budgétaires nationales. En principe, la coordination est désirable, bien sûr, mais, dans la pratique, les difficultés techniques et politiques sont trop sérieuses pour justifier un effort majeur.

Chapitre 1

Que fait aujourd'hui une banque centrale ?

La conduite de la politique monétaire a beaucoup évolué depuis trois décennies. Cette évolution est en partie liée aux transformations économiques (développements des marchés financiers, intégration et mondialisation) et en partie le résultat des progrès réalisés par la recherche économique. Ce chapitre propose de dresser un bilan de cette évolution et de caractériser ce qui est considéré aujourd'hui comme une bonne politique monétaire. La première section décrit l'évolution des idées, la seconde section examine les canaux à travers lesquels la politique monétaire produit ses effets et la troisième section en tire les conséquences en matière de choix des objectifs et instruments.

1. Évolution des principes et des pratiques

1.1. Les principes

La représentation keynésienne simplifiée de la politique monétaire – le célèbre modèle IS-LM – faisait de la politique monétaire le complément de la politique budgétaire. Dans cette approche de court terme, les deux instruments déterminent conjointement le taux d'intérêt et le niveau d'activité. Dans les années cinquante Friedman a secoué cet édifice en introduisant le long terme. Ses résultats selon lesquels, à long terme, la politique monétaire n'a aucun effet réel, ni sur l'activité (croissance et emploi) ni sur les prix relatifs (dont le taux de change réel) et détermine entièrement l'inflation (Friedman, 1968) n'ont guère été remis en cause. Ils sont aujourd'hui basés sur un solide socle théorique et empirique. Sa conclusion centrale, selon laquelle les banques centrales doivent s'en tenir à une règle de croissance monétaire, a longtemps dominé et exercé une influence déterminante sur la conduite de la politique monétaire. Mais elle a été progressivement amendée et est désormais très largement abandonnée.

L'apport décisif suivant a été de mettre en avant le rôle des anticipations (Lucas, 1972 et Sargent et Wallace, 1975). Pour que la politique monétaire affecte l'économie réelle, il faut qu'elle agisse sur les prix relatifs. La question est de savoir comment un instrument qui n'a pas d'effet réel à long terme peut en avoir un à court terme. La réponse keynésienne est que les prix sont rigides en raison de contrats, de relations commerciales ou de coûts d'ajustement. La réponse de Lucas est que ces raisons ne sont pas

valables car les contrats ou les habitudes s'ajustent, que la vraie raison de l'apparente rigidité des prix et des salaires tient à des erreurs de prévisions. Or de telles erreurs ne peuvent être systématiques et sont, de toute façon, de durée trop limitée pour que l'effet économique soit quantitativement significatif. Dans cette optique, la politique monétaire ne peut écartier, même à court terme, l'activité de son niveau potentiel. En outre, l'inflation, parce qu'elle distord l'allocation des ressources, a des effets défavorables sur le potentiel de croissance de l'économie. Par conséquent, les banques centrales ne devraient pas avoir d'objectif autre que d'assurer la stabilité des prix.

En parallèle, le principe d'équivalence ricardienne (Barro, 1974) affirme que la politique budgétaire ne peut affecter l'activité économique. Cette vision est à l'origine du courant des cycles réels dans les années quatre-vingt. Cette école a largement échoué dans sa tentative d'expliquer les fluctuations de l'activité en partant de l'hypothèse de flexibilité des prix, mais a profondément affecté l'analyse macroéconomique qui a suivi. Elle s'est désormais orientée vers une vision plus keynésienne qui prend en compte la rigidité des prix.

Dans cette optique, on assiste à une réémergence de la vision ancienne selon laquelle la politique monétaire peut affecter l'économie réelle dans le court terme, sans que soit remis en cause le postulat de neutralité à long terme (Blinder, 1998). Cette réévaluation a été par ailleurs renforcée par l'étude des canaux à travers lesquels la politique monétaire agit. D'une part, et ce point est développé dans la section 2, Bernanke a développé la notion de canal du crédit qui opère à travers les effets de richesse qu'il induit (Bernanke et Gertler, 1998). D'autre part, en économie ouverte, les mouvements du taux de change sont susceptibles de donner un rôle à la politique monétaire. En particulier un régime de taux de change fixe introduit une source de rigidité des prix.

1.2. La pratique

La règle de croissance monétaire a été adoptée par la Bundesbank dès les années soixante-dix, et maintenue jusqu'à l'introduction de la monnaie unique (cette filiation, et la performance de la Bundesbank, sont examinées au chapitre 3). Mais, alors qu'elle faisait figure de modèle au début des années quatre-vingt, la Bundesbank a été de plus en plus critiquée durant la décennie suivante (par exemple, Clarida et *al.*, 1998).

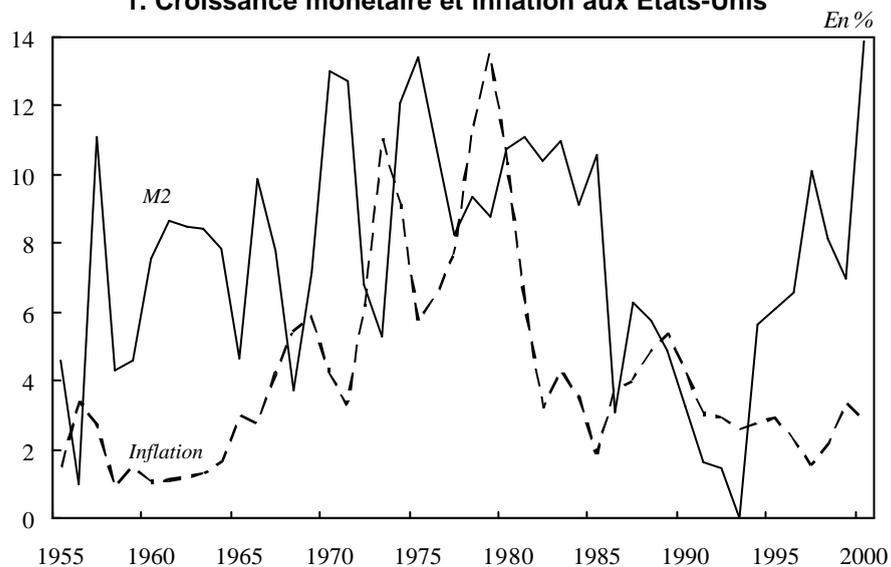
La Réserve fédérale n'a jamais adhéré pleinement à la stratégie de croissance monétaire. Cependant, au début des années quatre-vingt, son Président, Paul Volcker, a construit toute sa stratégie de désinflation autour de ce principe. Mais dès que l'inflation a été réduite, cette pratique a cessé. Le graphique 1 montre bien que le taux de croissance de la masse monétaire (M2) n'a été stable que durant cette brève période, de 1980 à 1985.

Le mandat confié à la Réserve fédérale requiert d'elle stabilité des prix et plein emploi. En termes d'analyse de la politique monétaire, cela signifie que la Banque centrale américaine ne peut pas, comme ses consœurs, décliner toute responsabilité à court terme sur l'activité et l'économie réelle.

Dans la mesure où la capacité d'agir par le biais de la politique monétaire sur l'activité et l'emploi à court terme est limitée, la banque centrale est dans une position inconfortable.

Le grand changement de paradigme a été amorcé en 1989 lorsque la Nouvelle-Zélande a changé le statut de sa banque centrale, la rendant formellement indépendante et lui confiant comme mission de cibler le taux d'inflation. Cette définition de la tâche d'une banque centrale était « dans l'air du temps » et a rapidement fait des émules. Aujourd'hui, un grand nombre de banques centrales ont aussi adopté la stratégie de ciblage de l'inflation : c'est le cas au Royaume-Uni, en Suède, en Pologne, en Israël, au Mexique, au Chili, etc., et même, sous une forme altérée par des conditions spéciales, au Japon depuis peu. Une telle stratégie se caractérise par un objectif d'inflation explicite et publiquement annoncé et par la publication de prévisions d'inflation à moyen terme. Dans ces conditions, la banque centrale se doit d'agir dès que les prévisions ne sont pas en ligne avec l'objectif. Une telle approche a deux mérites essentiels : l'objectif correspond à ce qui est possible, et la démarche est claire et transparente. Elle présente deux défauts principaux : officiellement du moins, la banque centrale ignore l'impact de la politique monétaire dans le court terme, et elle ne peut guère réagir aux chocs financiers qui affectent le taux de change et le prix des actifs. Pour pallier ces inconvénients, Svensson (1999a et b) a suggéré d'adopter une version flexible du ciblage d'inflation, ce qui revient à traiter de manière moins stricte la règle de décision. Bien sûr, la flexibilité n'est pas gratuite : la banque centrale s'engage implicitement dans une action à court terme qui n'est pas toujours couronnée de succès, et la clarté de son approche est quelque peu malmenée.

1. Croissance monétaire et inflation aux États-Unis



Source : FMI.

Parmi les grandes banques centrales, seules la Réserve fédérale et la BCE n'ont pas adopté la stratégie de ciblage de l'inflation⁽¹⁾. Quant à la BCE, elle a partiellement hérité de la Bundesbank une règle de croissance monétaire puisque le premier pilier, rituellement qualifié de prééminent, fixe un objectif de taux de croissance de la masse monétaire.

En fait, au delà des principes officiellement affichés, il semble que la quasi-totalité des banques centrales ciblent à la fois l'inflation à long terme et le niveau d'activité à court terme et, comme indiqué au chapitre 2, la BCE semble bien opérer ainsi également.

On peut se demander si, finalement, le changement de stratégie depuis les années soixante-dix est aussi radical que ce qui en est dit. Au fond, peut-on dire, les banques centrales ont toujours réagi à la fois aux évolutions de l'inflation et de l'activité réelle. Ce n'est pas inexact, mais les changements ne devraient pas être sous-estimés non plus.

Tout d'abord, dans les pays développés tout au moins, les banques centrales ont définitivement abandonné l'idée d'utiliser le taux d'intérêt et la distribution du crédit à des fins de politique structurelle ou industrielle, comme cela a pu être le cas en France jusque dans les années quatre-vingt. Les banques centrales reconnaissent, à présent, qu'une telle approche conduit à de sérieuses inefficacités et que, de toute façon, elle n'est plus possible dès lors que les marchés financiers sont intégrés internationalement.

Ensuite, la mission de la politique monétaire a été considérablement clarifiée : l'objectif d'inflation est unanimement reconnu comme primordial, et le rôle contra-cyclique de la politique monétaire est perçu comme secondaire et difficile à remplir. Cette formulation a l'immense avantage d'être en harmonie avec la théorie et le constat empirique. De plus, le lien entre stratégie monétaire et régime de change est désormais bien reconnu, ce qui devrait éviter les déconvenues maintes fois subies dans le passé.

Enfin, cette formulation a l'avantage de permettre aux autorités monétaires d'être considérablement plus transparentes. Cet aspect est crucial car, ainsi que le montre la section suivante, la politique monétaire agit essentiellement à travers les anticipations qu'elle génère. La transparence est une source essentielle d'efficacité, et sur ce point les progrès sont impressionnants.

2. Canaux de transmission

Derrière le débat sur la bonne approche de la politique monétaire se profile la question des canaux à travers lesquels elle agit. L'approche keynésienne considèrerait que c'est en modifiant le coût du crédit que la politique monétaire affecte l'activité réelle et, indirectement, les prix. Friedman a mis l'accent sur les encaisses monétaires qui constituent une partie de la richesse. Puis on a associé encaisses et moyens de paiement (Clower, 1967) et services offerts par la liquidité tels que moyens de paiement, épargne

(1) Durant les années « règle monétaire » le Congrès des États Unis avait requis que la Réserve fédérale adopte des cibles annuelles de croissance de la masse monétaire (loi « Humphrey-Hawkins » de 1978), mais ces cibles n'ont presque jamais été respectées.

(Modigliani, 1971 et Lucas, 1972). Le lien entre politique monétaire et marché des actions a été mis à jour par Tobin (1969). Plus récemment, Bernanke et Gertler (1998) ont remis l'accent sur le rôle du crédit bancaire et des intermédiaires financiers. Enfin, en économie ouverte, le taux de change est aussi un canal important⁽²⁾.

2.1. Les taux d'intérêt et de change

Le canal du taux d'intérêt prend en compte l'arbitrage intertemporel. Une hausse du taux d'intérêt rend l'épargne plus attractive et les emprunts plus coûteux. Ainsi ménages et entreprises sont encouragés à retarder les projets d'achat qui peuvent l'être : biens durables pour les ménages et investissements productifs pour les entreprises.

Malgré sa popularité, l'importance de ce canal est parfois difficile à mettre en évidence. Une raison est que le taux d'intérêt qui est censé jouer un rôle majeur est le taux à long terme, un an ou beaucoup plus. Or les taux longs sont évalués par les marchés financiers en projetant dans l'avenir l'évolution attendue des taux courts, c'est-à-dire l'orientation future de la politique monétaire. Et les anticipations de marché ne sont pas nécessairement stables d'une période à l'autre, ni d'un pays à l'autre.

En principe, une hausse du taux d'intérêt rend les actifs libellés en monnaie nationale plus attractifs. Les rentrées de capitaux qui s'ensuivent provoquent une appréciation du taux de change nominal. Avec des prix relativement rigides, il s'ensuit une perte de compétitivité externe, et une détérioration du compte courant qui affecte d'autant plus le niveau d'activité que l'économie est ouverte. Ce canal est relativement bien documenté.

Une conséquence importante, qui est analysée en détail plus loin, est que, pour influencer sur l'évolution des taux longs et du taux de change, une banque centrale doit avoir un impact prévisible sur les anticipations. Pour cela, elle doit impérativement s'assurer que sa logique est bien comprise par les marchés afin qu'ils incorporent fidèlement dans leurs attentes les annonces et actions officielles.

2.2. Les marchés financiers et l'effet de richesse

Les marchés financiers offrent divers canaux pour répercuter les actions de politique monétaire. Le plus connu est celui du q de Tobin (1969). Une réduction de la masse monétaire amène les ménages à réduire leurs achats d'actifs financiers, ou même à mettre en vente une partie de ceux qu'ils détiennent. En même temps, la hausse des taux d'intérêt réduit la valeur actualisée des profits futurs. Dans les deux cas, les cours boursiers baissent, ce qui rend les émissions d'action peu attractives. Le résultat en est une baisse des dépenses d'investissements, du moins ceux qui sont financés de cette manière.

(2) Des revues de la question sont disponibles : le symposium du *Journal of Economic Perspectives* 9(4), 1995 ; Deutsche Bundesbank (2001), *The Monetary Transmission Process*, Palgrave, New York ; Angeloni et al. (2002).

Associé à ces effets sur les dépenses d'investissement des entreprises, il existe aussi un effet sur la dépense des ménages. Parce que les prix sont relativement lents à s'ajuster, une baisse de la masse monétaire nominale est aussi une diminution des encaisses réelles, et donc de la richesse des ménages. Ceci vient en addition à la diminution de richesse provoquée par la baisse des cours boursiers. Les ménages vont chercher à reconstituer leur patrimoine en épargnant plus, d'où une baisse de la consommation.

2.3. Le crédit bancaire

Un dernier canal, enfin, met en scène les banques (et autres intermédiaires financiers). Ce canal est basé sur les asymétries d'information entre les banques et leurs clients et les difficultés à établir des contrats parfaitement robustes. Parce que les banques ne savent pas exactement quelle est la situation financière de leurs clients, elles hésitent à accorder des crédits, et le rationnent parfois. Pour réduire le risque, les banques demandent souvent des garanties, gagées sur le patrimoine des ménages ou les actifs des entreprises.

Deux mécanismes entrent alors en jeu :

- une contraction monétaire réduit les dépôts bancaires, et donc les ressources disponibles pour les prêts. Les banques resserrent leur rationnement de crédits ;
- une baisse de la richesse des ménages diminue la valeur de leurs garanties bancaires potentielles. La baisse des cours boursiers réduit la valeur et le cash-flow des entreprises cotées. Ceci amène les banques à se montrer plus sélectives dans la distribution de crédit aux ménages et aux entreprises.

Il en résulte une baisse des dépenses financées par crédit.

2.4. Évaluation et conclusion

Les différents canaux ne sont pas mutuellement exclusifs. Leur importance relative n'est pas encore établie de manière précise. Il semble que le rôle joué par chaque canal dépend des institutions bancaires et financières de chaque pays, ainsi que de la législation en la matière.

Une caractéristique commune, cependant, mérite d'être relevée. La banque centrale agit sur la liquidité et donc n'affecte directement que les taux d'intérêt à très court terme. Or, dans la plupart des pays, ces taux courts ont une influence économique des plus limitées. L'efficacité de la politique monétaire dépend donc de la manière dont les actions de la banque centrale sur les taux courts est transmise aux variables qui, elles, agissent sur les comportements des ménages et des entreprises : taux longs, taux de change, cours boursiers et distribution du crédit. Dans une grande mesure, ces transmissions dépendent des anticipations des marchés financiers, des ménages (décision d'épargner) et des entreprises (décision d'investir). L'importante conclusion est que la capacité d'une banque centrale à agir sur les anticipations des marchés est une condition cruciale de l'efficacité de la politique monétaire (Blinder, 1998).

3. Objectifs et instruments

3.1. Objectifs

La règle générale est de définir comme objectif principal, et souvent unique, le taux d'inflation à moyen terme. Cet objectif est parfois permanent, parfois défini pour les deux ou trois années à venir avec l'intention de l'abaisser graduellement. Le tableau 1 résume la situation actuelle et indique également la date d'adoption de cette stratégie. L'adoption de cette approche a été graduelle tout au long des années quatre-vingt-dix, puis s'est accélérée à partir de 1998.

Parmi les pays dont le taux d'inflation est bas, l'objectif est en moyenne de l'ordre de 2 %. Cet objectif est parfois formulé comme une fourchette, parfois comme un taux unique et, souvent, accompagné d'une marge de tolérance de l'ordre de 2 à 3 %. Le tableau 1 présente également la performance réalisée (moyenne et écart-type) depuis l'année d'adoption de la stratégie de ciblage jusqu'en 2001. Dans l'ensemble, et bien que la période d'observation soit souvent trop brève pour être significative, la performance est très honorable.

1. Ciblage du taux d'inflation parmi les principales banques centrales

	Cible d'inflation explicite	Année d'adoption	Moyenne réalisée	Écart-type
Afrique du Sud	3-6 % (2001)	1996	—	—
Angleterre	2,5 % \pm 1 %	1993	2,53	0,75
Australie	2-3 %	1993	2,57	1,75
Brésil	4 %	1999	6,95	0,13
Canada	1-3 %	1991	20,5	1,37
Chili	2-4 %	1999	3,58	0,25
Corée	2,5 % \pm 1 %	1998	3,72	2,90
Danemark	Non (SME)	—	—	—
États-Unis	Non	—	—	—
Euro	Non	—	—	—
Hongrie	Non	—	—	—
Mexique	3 % en 2003	2000	—	—
Norvège	\approx 2 %	1999	2,82	0,42
Nouvelle-Zélande	0-3 %	1989	2,55	2,03
Pologne	5,4-6,8 % (2000)	1998	—	—
République tchèque	3,5-5,5 % (2000)	1998	—	—
République slovaque	4,5-5,8 % (2000)	1999	—	—
Suède	2 % \pm 1 %	1999	1,30	1,03
Suisse	< 2 %	1999	1,09	0,44

Source : JP Morgan (2000).

3.2. Instruments

Pratiquement toutes les banques centrales utilisent comme instrument le taux d'intérêt à court terme⁽³⁾. Suivant les pays, ce sont des taux qui vont d'une maturité de 24 heures à 15 jours, voire à un mois. La raison de ce choix est simple : c'est le seul taux qu'une banque centrale peut effectivement contrôler de manière précise. En effet les actifs de très court terme sont très proches de la monnaie (liquidité), et la banque centrale a un monopole pour l'émission de monnaie. En contrôlant l'offre de liquidité, la banque centrale exerce une influence décisive sur les taux courts. En revanche, au fur et à mesure que la maturité augmente, les taux incorporent les anticipations du marché (taux courts futurs, inflation, change) et échappent de ce fait au contrôle de la banque centrale.

Cependant, mis à part quelques pays où des circonstances spéciales leur donnent un rôle important, les taux courts n'ont qu'un impact indirect sur l'économie. La revue des canaux présentée dans la section 2 indique, en effet, que la politique monétaire agit indirectement, et que les anticipations jouent un rôle essentiel. L'efficacité de la politique monétaire ne dépend donc pas seulement de la précision du contrôle des taux courts, mais aussi de la capacité de la banque centrale à affecter les anticipations des marchés financiers.

2. Réponse des taux longs aux taux courts

	Ciblage de l'inflation		Pas de ciblage de l'inflation	
Australie	1993:1-2002:4	0,62	1978:1-1992:12	0,45
Nouvelle-Zélande	1989:1-2002:4	0,68	1978:1-1988:12	0,09
Royaume-Uni	1993:1-2002:4	0,32	1978:1-1992:12	0,32
Zone euro	—	—	1999:1-2002:4	0,33
Allemagne	—	—	1978:1-1998:12	0,49
Japon	—	—	1978:1-1980:12	0,71
États-Unis	—	—	1978:1-2002:4	0,59

Notes : Données mensuelles ; coefficient de corrélation partielle estimé par la méthode SUR (*seemingly unrelated regressions*). Tous les coefficients sont significatifs au seuil de 1 %.

Source : FMI.

Une mesure simple – et imparfaite – de la capacité d'une banque centrale à affecter les anticipations est l'effet des taux courts, qu'elle contrôle, sur les taux longs, qui sont déterminés par les marchés. Le tableau présente cet effet pour quatre banques centrales qui ne pratiquent pas le ciblage de

(3) Jusque vers la fin des années soixante-dix, de nombreuses banques centrales, dont la Banque de France, contrôlaient directement le volume du crédit bancaire au moyen de procédures de rationnement. Cette approche a donné des résultats très insatisfaisants. Le coût du crédit, le taux d'intérêt, ne reflétait pas des conditions de marché, et servait donc de signal erroné. Plus grave encore, la demande étant rationnée, la distribution du crédit ne se faisait pas nécessairement vers les utilisateurs les mieux à même d'en tirer le meilleur parti. En fait, l'état avait priorité, produisant un puissant effet d'éviction. Cette pratique a été abandonnée, universellement ou presque.

l'inflation (BCE, Bundesbank, Banque du Japon et Réserve fédérale) et trois banques centrales qui ont adopté le ciblage (Réserve de Nouvelle-Zélande, Banque d'Australie et Banque d'Angleterre). L'effet s'est accru après l'adoption du ciblage en Australie et Nouvelle-Zélande, mais pas au Royaume-Uni. La précision du contrôle des taux longs n'est pas clairement inférieure dans les pays qui ne pratiquent pas le ciblage, mais elle est la plus faible dans la zone euro et était assez basse en Allemagne.

En définitive, s'il n'est pas clairement établi que le ciblage de l'inflation assure aux autorités monétaires un impact plus puissant, il est probable qu'une définition claire des objectifs et de l'utilisation de l'instrument améliore la capacité d'une banque centrale à influencer les anticipations de marché. Cette question soulève immédiatement celle de la manière dont les choix des autorités monétaires sont présentés et expliqués.

4. Communication et indépendance

4.1. Indépendance : les leçons de la théorie macroéconomique

Lorsqu'une banque centrale est libre de modifier sa politique monétaire à son gré, cette possibilité est prise en compte par le secteur privé, et le cycle des négociations salariales et de fixation des prix en tient compte à l'avance. Si les agents anticipent qu'une inflation plus rapide sera ratifiée par la banque centrale, ils poussent les salaires et les prix à la hausse. Le résultat est un taux d'inflation plus élevé que ne le souhaite la banque centrale. En ce qui concerne l'objectif d'inflation, donc, la banque centrale se doit d'adopter une règle de préférence à une approche discrétionnaire.

Mais si la politique monétaire peut aussi être utilisée de manière contracyclique, pour réduire l'amplitude des fluctuations conjoncturelles, et donc si la règle monétaire ne peut être absolue, uniquement axée sur l'objectif d'inflation, la banque centrale ne peut éviter d'arbitrer entre inflation et action conjoncturelle. Une banque centrale soumise aux injonctions d'un pouvoir politique, qui tend à attribuer plus d'importance aux résultats à court terme qu'aux conséquences de long terme, risque d'opérer avec un biais inflationniste. Un tel biais, reconnu par les marchés et les partenaires sociaux, devient alors une importante source d'inefficience.

Pour tenter d'éliminer ce biais, la banque centrale doit acquérir une réputation qui décourage un comportement inflationniste de la part du secteur privé. Mais une réputation est difficile à établir. En particulier, une banque centrale soumise au pouvoir politique n'a pas la possibilité de prendre des engagements précis. Une banque centrale indépendante, par contre, à qui le pouvoir politique délègue la responsabilité de conduire la politique monétaire, est mieux à même de s'engager à long terme, et de tenir de tels engagements. Ainsi l'indépendance est une garantie que la règle finalement suivie, même si elle incorpore un objectif de stabilisation conjoncturelle, accordera un poids suffisant à l'objectif d'inflation.

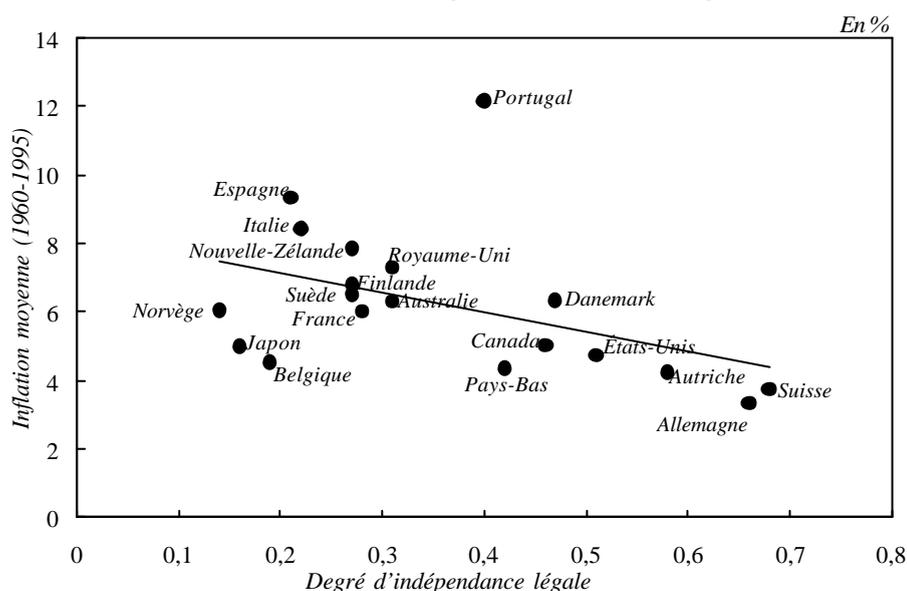
Une autre réponse est de nommer à la tête de la banque centrale un ou des dirigeants connus pour leurs positions « conservatrices », c'est-à-dire

qui sont relativement plus attachés à l'objectif de stabilité des prix que l'opinion publique ou le gouvernement (Rogoff, 1985). Ainsi, la délégation d'autorité s'accompagne d'une tolérance à l'inflation plus basse, ce qui devrait conduire à un comportement plus modéré de la part des entreprises et des syndicats. Une telle solution, qui de toute façon requiert l'indépendance de la banque centrale, entre en conflit sérieux avec la notion de responsabilité démocratique⁽⁴⁾.

4.2. Indépendance : constat empirique

Une très longue série de travaux a été consacrée aux effets de l'indépendance de la banque centrale sur l'inflation, la croissance et le chômage. Par exemple, pour les pays de l'OCDE, le graphique 2 présente un indice d'indépendance légale (construit en prenant en compte des critères proches de ceux mentionnés dans le tableau 1). Cet indice peut prendre des valeurs comprises entre 1 (indépendance absolue) et 0 (dépendance absolue).

2. Relation entre inflation et indépendance de la banque centrale

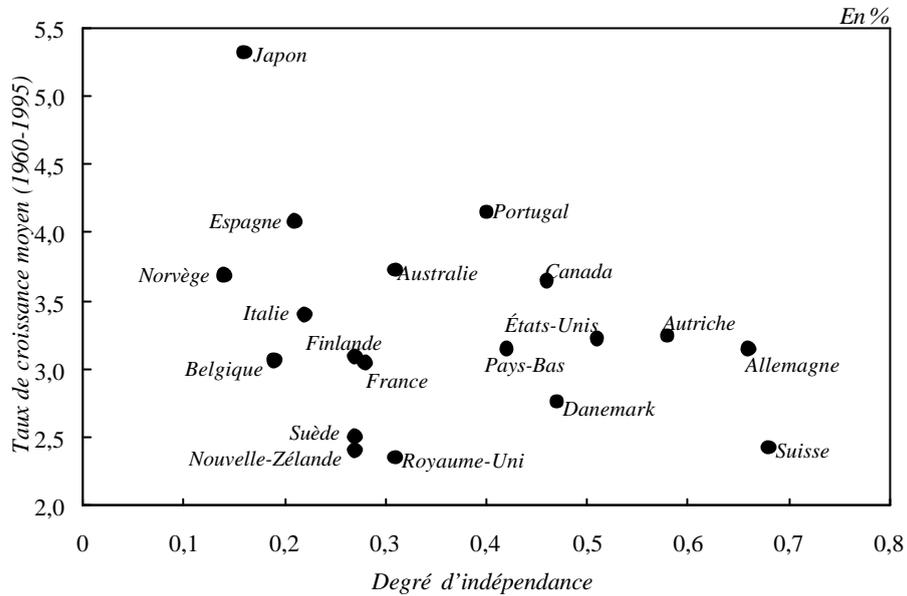


Sources : Cukierman et Lippi (1999) et FMI.

Le verdict est clair : l'inflation est plus faible là où la banque centrale est indépendante. Le plus remarquable résultat est que cette meilleure performance ne se paie ni en termes de croissance, ni en termes de chômage, comme l'attestent les graphiques 3 et 4.

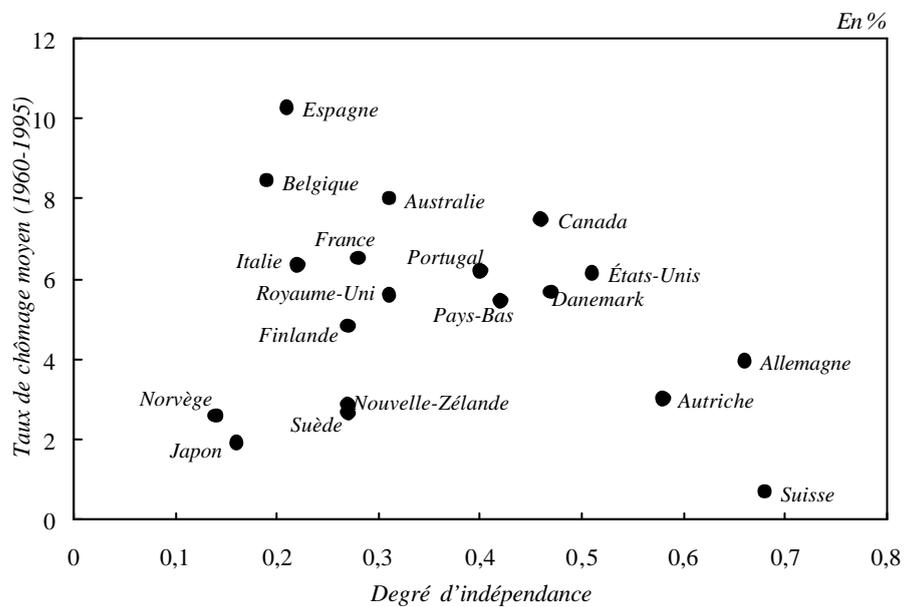
(4) L'effondrement de la Caisse d'émission argentine illustre les dangers d'un décalage entre les autorités monétaires et l'opinion publique.

3. Relation entre croissance et indépendance de la banque centrale



Sources : Cukierman et Lippi (1999) et OCDE.

4. Relation entre chômage et indépendance de la banque centrale



Sources : Cukierman et Lippi (1999) et OCDE.

Bien sûr, une simple corrélation n'a pas valeur de causalité et la littérature procède avec plus de précision, non sans créer de controverses. Les débats, décrits dans l'encadré, portent sur le sens de la causalité, la construction des indices d'indépendance, les périodes et les pays couverts, la distinction entre performance moyenne et coût de la désinflation, et la structure des négociations salariales.

2. Indépendance et performance d'inflation : le débat

En 1991, au moment du Traité de Maastricht, les seuls travaux connus étaient ceux de Grilli *et al.* (1991) et Alesina et Summers (1993). Ces travaux ne laissent aucun doute et ils ont fortement influencé la réflexion. De nombreux indices d'indépendance légale sont ensuite apparus, en particulier ceux de Cukierman (1992), et ils ne semblent pas remettre en cause le résultat pour les pays de l'OCDE. Le résultat est en revanche apparu fragile lorsque sont pris en compte les pays en voie de développement, ce qui n'affecte pas la question en Europe. De même, la période couverte ne remet pas non plus en cause les résultats.

Très tôt, cependant, s'est posée la question de la signification d'indices d'indépendance basés sur les statuts. Malinvaud (1991) a observé qu'il convenait de distinguer indépendance légale et indépendance dans les faits, et que c'était la pratique, et non les textes légaux, qui importait. Cukierman (1992) et Cukierman *et al.* (1992) ont construit des indices d'indépendance de fait et ont montré que les résultats ne sont pas affectés par cette distinction en ce qui concerne les pays de l'OCDE, la différence étant par contre importante dans le cas des pays en voie de développement. Ces résultats ont été confirmés par De Haan et Kooi (1997).

La question de la causalité est moins tranchée. Posen (1993 et 1995) a défendu l'idée qu'inflation et indépendance pouvaient être expliquées conjointement par une même cause. Son hypothèse est que les choix en matière d'inflation et d'indépendance de la Banque centrale sont influencés par la présence d'un puissant secteur financier. Le secteur financier est intéressé à opérer avec un taux d'inflation faible. Lorsque ce secteur est influent, il peut obtenir que soit mise en place une banque centrale qui veillera d'autant mieux à ses intérêts qu'elle ne subit pas d'autres influences politiques. Des nombreux travaux qui ont exploré cette question, il semble ressortir que l'indépendance de la banque centrale continue à jouer un rôle modérateur sur l'inflation, même lorsque l'influence du secteur financier est prise en compte : telle est du moins la conclusion qui ressort de la récente revue par Berger *et al.* (2000).

Plus récemment, des travaux ont commencé à explorer le rôle de l'indépendance de la banque centrale en ce qui concerne les coûts de la désinflation et le rôle joué par les structures de négociations salariales. Le premier sujet concerne essentiellement les pays en voie de développement, mais le second concerne très directement l'Europe. Le débat porte sur le résultat de Calmfors et Driffil (1988) selon lequel la modération salariale (et donc un faible taux d'inflation, voir ci-dessous) est plus facile à atteindre lorsque les négociations sont soit très décentralisées (par exemple au niveau des établissements), soit très centralisées (par exemple, tripartite au niveau national). Les résultats de Cukierman et Lippi (1999), Hall et Franzese (1998) et Kilponen (1999) font apparaître d'intéressantes interactions entre centralisation des négociations salariales et indépendance de la banque centrale, mais le résultat selon lequel, plus la banque centrale est indépendante, plus l'inflation est faible, ne semble pas remis en cause.

4.3. Indépendance dans le choix des objectifs ou des instruments ?

La notion d'indépendance est plus subtile qu'il n'y paraît de prime abord. Si, pour être véritablement indépendante, une banque centrale doit être libre de choisir seule comment elle utilise son ou ses instruments, la question se pose en ce qui concerne les objectifs.

L'Eurosystème fait partie de ces banques centrales qui sont relativement libres de déterminer leurs objectifs. Le traité (article 105) décrit la situation ainsi : « L'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2 ».

L'Eurosystème a choisi d'interpréter cet article comme un objectif d'inflation compris entre 0 et 2 %, et de considérer que cet objectif est prééminent. La définition exacte de la stabilité des prix a ainsi été laissée à la discrétion de l'Eurosystème. Aux États-Unis, la Réserve fédérale des États-Unis est légalement en charge de plusieurs objectifs : la stabilité des prix et le niveau maximum de production et d'emploi. Elle n'a jamais souhaité quantifier ces objectifs, qu'elle peut donc interpréter comme bon lui semble. L'Eurosystème et la Réserve fédérale des États-Unis font donc partie des banques centrales qui sont largement indépendantes en matière d'objectifs. Si le choix des objectifs leur est imposé par la loi, la manière de les définir reste de leur responsabilité exclusive. Elles sont en outre libres de déterminer leurs instruments : toutes deux ont choisi le taux d'intérêt. En particulier, elles n'assument pas de responsabilité en ce qui concerne le taux de change⁽⁵⁾.

La Banque d'Angleterre est un exemple d'une banque centrale qui n'est dotée que de l'indépendance dans le choix des instruments. C'est le pouvoir politique – le Chancelier de l'Échiquier – qui fixe publiquement l'objectif d'inflation pour les deux années à venir. La Banque d'Angleterre est libre de choisir les moyens – les instruments – qu'elle se donne pour atteindre l'objectif.

Jusqu'en 1993, la Banque de France n'était pas indépendante, ni en ce qui concerne ses objectifs, ni en ce qui concerne ses instruments. Le Trésor donnait des indications précises, qui variaient en fonction des circonstances. Le Trésor décidait du taux d'intérêt et, de plus, le taux de change était fixé par rapport au dollar jusqu'en 1971, puis au mark allemand de 1979 à 1998.

(5) Le Traité de Maastricht est légèrement ambigu sur ce point. Il stipule que le choix du régime de taux de change appartient au Conseil des ministres des Finances. Si, par exemple, le Conseil décidait de fixer le taux de change, l'indépendance en matière d'instruments disparaîtrait, ce qui rendrait illusoire l'indépendance en matière d'objectifs.

Il est clair qu'il ne saurait y avoir d'indépendance des objectifs sans indépendance des instruments, car comment une banque centrale pourrait-elle compter atteindre le but qu'elle s'est fixé si elle ne dispose pas de l'autonomie des moyens ? Mais, comme le montre le cas de la Banque d'Angleterre, il peut y avoir indépendance des instruments sans indépendance des objectifs. On pourrait penser qu'en l'absence d'indépendance des objectifs, une banque centrale n'est pas vraiment indépendante. Ce serait effectivement le cas si les autorités politiques variaient fréquemment dans la définition des objectifs, et on retomberait alors dans les travers décrits par Kydland et Prescott (1977). La réponse adoptée au Royaume-Uni est précisément celle suggérée par la théorie économique : le choix des objectifs est opéré de manière transparente et soumis à une règle stable. En fin de compte, que ce soit l'autorité politique qui fixe l'objectif d'inflation, ou que cette responsabilité incombe à la banque centrale, la différence semble académique. Ce n'est pas le cas.

Lorsque l'Eurosystème fixe seul son objectif d'inflation, il prend seul une décision de première importance politique, il accepte d'être critiqué sur sa performance par rapport à cet objectif, mais il n'est pas redevable du choix de l'objectif vis-à-vis des citoyens de l'UEM ou de ses représentants élus. Lorsque le Chancelier de l'Échiquier fixe l'objectif d'inflation, une règle qu'il s'engage à ne changer qu'en cas de force majeure, il en endosse la responsabilité politique, sachant qu'il sera jugé par ses électeurs. Cette approche a donc l'avantage de réduire sérieusement les questions de responsabilité démocratique. Elle permet de séparer les responsabilités politiques (choisir l'objectif d'inflation) des responsabilités techniques (atteindre l'objectif)⁽⁶⁾. Il semble que les opinions publiques soient devenues plus soucieuses que par le passé de responsabilité démocratique. Si tel est le cas, et les débats qui apparaissent régulièrement dans la presse semblent le confirmer, l'approche retenue dans le cadre de l'UEM apparaît en retard par rapport aux exigences légitimes de l'opinion publique.

4.4. Communication

La communication est devenue une question essentielle pour les banques centrales. Dans la tradition de la « mystique des banques centrales », on considérait que les marchés et les partenaires sociaux observaient de près la banque centrale et s'efforçaient d'affiner sans cesse leur compréhension de son action. Les banquiers centraux, dans cette tradition, devaient en dire le moins possible, de manière à ne pas s'engager sur des actions qu'ils pouvaient être amenés à modifier par la suite. En gardant confidentielle une partie de leurs informations, les banques centrales s'assuraient d'un avantage stratégique vis-à-vis des marchés. Cukierman et Meltzer (1990) évoquent ainsi un niveau optimal d'ambiguïté.

(6) Une étude de cette question est présentée par Blinder et *al.* (2001).

La mystique des banques centrales est aujourd'hui largement abandonnée au profit d'un effort de transparence (Blinder et al. 2001). Cette évolution s'appuie sur deux considérations. Tout d'abord, le principe d'ambiguïté optimale part de l'hypothèse que les banquiers centraux sont sujets à un biais inflationniste. Or ce biais, source d'inefficience, peut être éliminé dès lors que les banques centrales ont été rendues indépendantes. Ensuite, la prise en compte de l'importance des anticipations comme canal d'efficacité de la politique monétaire conduit à accorder une importance réduite aux avantages d'information.

Les banques centrales les plus adeptes de la « mystique », la Réserve fédérale en tête, ont radicalement changé leur approche de la communication, désormais presque considérée comme un instrument à part entière (cf. sur ce point le complément B d'Anton Brender). La Banque d'Angleterre est la banque centrale qui a sans doute raffiné le plus cet aspect. Elle publie un *Inflation Report* qui présente ses analyses en détail et ses prévisions d'inflation, une pratique adoptée par la suite dans de très nombreux pays. Elle révèle la nature des débats au sein de son comité de la politique monétaire, ainsi que les votes de ses membres. De plus en plus nombreuses sont les banques centrales qui publient les minutes de leurs délibérations dans des délais de quelques jours à quelques semaines. Le chapitre 4 examine l'approche de la BCE qui apparaît comme une des grandes banques centrales les moins transparentes.

Naturellement, la transparence de la banque centrale n'a d'intérêt que si celle-ci est indépendante, c'est-à-dire qu'elle est libre de prendre toutes les décisions qu'elle souhaite : les préférences d'une banque centrale soumise au pouvoir politique sont de seconde importance. Mais le lien entre indépendance et communication est plus profond.

D'abord, sans indépendance, il est probable que la politique monétaire souffre d'un biais inflationniste et, comme il est noté plus haut, un tel biais justifie une certaine dose d'ambiguïté. Ensuite, une banque centrale indépendante a un devoir de responsabilité vis-à-vis de la population qu'elle sert. Les banquiers centraux ne sont jamais élus, et donc le seul moyen qu'ils ont de rendre compte de leur mandat est de pratiquer un niveau élevé de transparence. Cet aspect est pleinement justifié par des considérations de démocratie, mais il va plus loin. Une banque centrale doit, parfois, prendre des mesures impopulaires : faire monter les taux d'intérêt conduit en général à une baisse de l'activité et à une montée du chômage. Si une telle décision n'est pas acceptée par l'opinion publique, la banque centrale risque de se trouver face à de sévères critiques qui ne manqueraient pas d'éroder son indépendance. Or l'acceptation de mesures pénibles n'est possible que si l'opinion publique – et ses représentants démocratiquement élus qui décident *in fine* du degré d'indépendance de la banque centrale – en comprennent et acceptent la logique, et font confiance aux autorités monétaires. La transparence n'est pas seulement source d'efficacité, elle est aussi la condition de l'indépendance.

Chapitre 2

La BCE : une banque centrale moderne ?

La BCE est-elle une banque centrale « à la pointe du progrès » ? C'est là la question que pose ce chapitre, en examinant plus particulièrement trois sujets.

Le premier sujet concerne, bien sûr, l'indépendance de la banque centrale. Comment la BCE se mesure sur ce terrain avec les autres grandes banques centrales ? Elle est sans doute l'une des banques centrales les plus indépendantes au monde, dotée d'une constitution qui correspond bien aux principes aujourd'hui admis. Mais l'indépendance pose de nouveaux problèmes récemment apparus : responsabilité démocratique et transparence font l'objet depuis quelques années de nouvelles études qui sont souvent inspirées par l'expérience de la BCE.

Le deuxième sujet a trait à un aspect spécifique de l'expérience européenne, la mise en commun d'une monnaie unique par douze – et bientôt beaucoup plus – États indépendants. Ce sujet pose un nombre grandissant de questions : le processus de décision au sein de l'Eurosystème, les divergences des conditions économiques nationales, et la coordination avec les politiques budgétaires et autres conduites par les états membres. Plusieurs de ces questions font l'objet d'analyses détaillées dans les chapitres suivants.

Le troisième, et dernier, sujet concerne la supervision des systèmes bancaires des pays membres de l'union monétaire. Il s'agit d'une question complexe, ne serait-ce que parce qu'elle met en jeu des éléments de souveraineté nationale et, potentiellement, des sommes considérables lorsque est envisagée la fonction de prêteur en dernier ressort. Mais c'est aussi un domaine qui se modifie rapidement, au fur et à mesure que l'intégration financière s'approfondit, à la fois en Europe et au niveau mondial. Enfin, c'est un sujet sur lesquelles les connaissances ont considérablement progressé depuis dix ans.

1. L'indépendance de la Banque centrale européenne

1.1. Les faits

L'Eurosystème se caractérise par un très haut degré d'indépendance, peut-être le plus élevé au monde aujourd'hui. Cette indépendance s'appuie sur cinq clauses :

- les membres du SEBC « ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions » (art. 108). Ceci exclut toute instruction ;
- les membres du Conseil général et du Directoire sont nommés pour de longues périodes (variables suivant les pays en ce qui concerne les gouverneurs de banques centrales nationales) et irrévocables. Les mandats des membres du Directoire ne sont même pas renouvelables. Ceci exclut les pressions ;
- le SEBC (ou ses membres) n'est pas autorisé à accorder des crédits aux gouvernements et autres institutions publiques. Ceci exclut la dépendance de la politique monétaire vis-à-vis de la politique budgétaire ;
- la BCE rend compte de son action au Conseil et au Parlement européen⁽⁷⁾, et les banques nationales ont leurs propres règles. La responsabilité formelle de la BCE se limite à la présentation d'un rapport annuel, mais le Parlement peut demander des auditions plus fréquentes du Président ou des membres du Directoire. Cependant le Parlement ne peut donner d'instructions à la BCE et ne peut non plus changer son statut qui est fixé par le traité. Il s'agit donc d'un dialogue, mais non d'un contrôle démocratique ;
- l'Eurosystème est libre de fixer sa stratégie et les objectifs précis sur lesquels il s'engage. Ceci donne à l'Eurosystème une grande latitude pour définir son action.

Pour comparaison, le tableau 3 décrit la situation en Europe et dans trois autres pays, ainsi que celle de la Bundesbank avant l'union monétaire. Sur tous ces aspects, la BCE est au moins aussi indépendante que les autres grandes banques centrales. Ce que cette comparaison omet de prendre en compte, ce sont des aspects plus discrets, mais parfois cruciaux : les pressions exercées sur une banque centrale par le monde politique et l'opinion publique. La Réserve fédérale, par exemple, est connue pour être sensible à

(7) « La BCE adresse un rapport annuel sur les activités du SEBC et sur la politique monétaire de l'année précédente et de l'année en cours au Parlement européen, au Conseil et à la Commission, ainsi qu'au Conseil européen. Le président de la BCE présente ce rapport au Conseil et au Parlement européen, qui peut tenir un débat général sur cette base. Le président de la BCE et les autres membres du directoire peuvent, à la demande du Parlement européen ou de leur propre initiative, être entendus par les commissions compétentes du Parlement européen », (article 113-3).

ce genre de considérations. Même la Bundesbank, pourtant très indépendante, s'est occasionnellement trouvée confrontée à des critiques du monde politique et consacrait alors un effort considérable à rallier le support de l'opinion publique. L'Eurosystème, lui, dispose de l'avantage unique de ne pas avoir un gouvernement ou une opinion publique, mais plusieurs. Comme il est hautement improbable que ces diverses sources de pression soient d'accord pour condamner la politique monétaire suivie, l'Eurosystème se trouve très largement protégé de toute pression politique.

Pourquoi le Traité de Maastricht a-t-il opté pour une approche aussi ferme de la question ? Alors que la plupart des pays qui ont signé le traité n'avaient pas témoigné dans leur histoire d'après-guerre d'un intérêt très marqué pour une indépendance forte, la Bundesbank avait, elle, acquis une grande réputation et offrait un modèle bien rodé et, de plus, adapté à une structure fédérale. Soucieuse de ne pas perdre cet acquis, l'Allemagne a insisté pour que la BCE soit au moins aussi indépendante que la Bundesbank. Mais la volonté de plaquer sur la BCE le « modèle Bundesbank » a impliqué l'adoption d'autres aspects discutables.

3. Indépendance des banques centrales

	Europe	États-Unis	Royaume-Uni	Japon	Bundesbank
Instructions	Non	Non	Oui (objectif d'inflation)	Oui (taux de change)	Non
Mandats longs	8 ans	14 ans	5 ans	5 ans	8 ans
Mandats irrévocables	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Crédits au secteur public	Non	Plafond	nd	nd	Non
Responsabilité démocratique	Faible	Moyenne	Forte	Faible	Moyenne
Stratégie définie librement	Oui	Oui	Non	Oui	Oui

Source : Interprétation des informations publiées dans *Guide to Central Bank Watching*, JP Morgan, mars 2000.

1.2. Les limites de l'héritage allemand

La Bundesbank était considérée comme une des banques centrales les plus indépendantes. Les succès économiques de l'Allemagne depuis les années cinquante, en particulier son bilan enviable en matière d'inflation, sont souvent considérés outre-Rhin comme associés à l'indépendance de la Bundesbank. Dès le début des discussions sur la création de la monnaie unique, les Allemands ont indiqué qu'ils n'accepteraient aucun arrangement qui ne garantisse à la future Banque centrale européenne un degré d'indépendance au moins égal à celui de la Bundesbank. De ce fait, il n'y a pas eu débat sur la question.

Or il ne semble pas que le célèbre modèle allemand ait bien survécu au passage du temps. Dès le milieu des années quatre-vingt-dix, il est apparu que l'économie allemande était moins performante (en termes de croissance ou de chômage) que la plupart des autres économies européennes. Il est devenu alors clair que l'approche de la Bundesbank, pour admirable qu'elle soit, ne permet pas d'échapper aux rigidités structurelles, et ne peut aider à y remédier. La performance monétaire allemande elle-même ne joue plus autant le rôle de modèle depuis que de nombreuses banques centrales ont adopté des nouvelles structures (indépendance) et stratégies (cible d'inflation). L'héritage allemand apparaît de plus en plus comme une pesanteur historique.

1.4. Évaluation

L'indépendance du SEBC est cohérente avec les principes généralement admis et qui reposent sur une solide validation empirique. Mais le principe d'indépendance implique, en retour, que la stratégie de la banque centrale soit clairement définie et mise en œuvre. Le chapitre 4 s'attache à montrer que la stratégie et la transparence de la BCE ne sont pas encore parfaitement au point.

2. Fédéralisme

Un des aspects les plus originaux de l'UEM est la mise en commun par plusieurs états souverains d'une seule et unique politique monétaire. La raison est simplement que la politique monétaire – à la différence de la politique budgétaire ou de politiques de concurrence – ne peut être « distribuée ». Elle est unique car il ne peut exister dans une zone monétaire qu'un seul taux d'intérêt et un seul taux de change. Un tel transfert de souveraineté représente fondamentalement une délégation de type fédéral. Or il n'y a pas d'accord en Europe pour une évolution fédérale. Cette contradiction implique que l'indispensable transfert de souveraineté ne peut être aussi direct et simple qu'il serait, en principe, nécessaire. La plupart des critiques adressées à l'union monétaire sont liées, directement ou non, à cette contradiction. L'Eurosystème ne peut faire abstraction de cette difficulté incontournable, et donc bien des critiques qui lui sont adressées sont injustifiées, mais il peut en minimiser certaines conséquences, d'où d'autres critiques plus recevables.

À un niveau bénin mais symbolique, la fadeur des billets de banques en euro est un aspect de cette contradiction. La spectaculaire élimination de tout ce qui pourrait être interprété comme un symbole national reflète la conviction des responsables monétaires qu'ils ne sont pas l'émanation d'États mais qu'ils sont investis d'une responsabilité sans base nationale et sans justification autre que sa propre autorité. D'autres aspects sont cependant moins bénins, car de conséquence pratique.

2.1 Organes de décision

L'autorité suprême de l'Eurosystème, le Conseil des Gouverneurs comprend des membres « fédéraux » – les six membres du Directoire – et des représentants nationaux – les Gouverneurs des banques centrales nationales. Le Conseil des Gouverneurs rappelle constamment que ses membres, y compris les Gouverneurs des banques centrales nationales, ne représentent aucun pays et que les discussions ne prennent jamais en compte les intérêts, réels ou supposés, des États membres. Le Conseil insiste aussi sur le point que ses décisions font toujours l'objet d'un consensus et donc ne nécessitent pas de vote, pourtant prévu dans le Traité de Maastricht. Cette détermination à présenter un visage fédéral ne peut gommer la nature nationale de la légitimité des membres du Conseil : la majorité d'entre eux siègent en tant que représentants d'une banque nationale.

Cette ambiguïté est peut-être la clé qui a permis un accord à Maastricht en 1991, mais elle est devenue aujourd'hui source de difficultés. Ainsi, le principe « un pays, une voix » se heurte à des différences de taille considérables (0,44 million d'habitants au Luxembourg, 82 millions en Allemagne) : comment prendre en compte ces différences ? La taille même du Conseil des Gouverneurs, $6 + n$, n étant le nombre de pays membres de l'UEM, est sujet d'inquiétude légitime. Aujourd'hui ce sont 18 membres qui siègent au Conseil, dans quelques années ils seront 25, voire 30 ou plus. Un tel mini-parlement ne peut être un lieu efficace de prise de décision, en dehors même de toute considération nationaliste. Officiellement, l'Eurosystème refuse de reconnaître la difficulté. Mais les observateurs y voient la raison d'une certaine lenteur, analysée au chapitre 3. Elle peut aussi conduire à une interprétation rigoriste des objectifs de la politique monétaire. Le chapitre 4 revient sur la taille et l'alchimie interne du Conseil.

2.2. Communication externe

Au vu des nombreuses questions qui se posent naturellement au sujet de la prise de décision, la question de la communication externe de l'Eurosystème est évidemment importante. Cette importance devient encore plus aiguë lorsque les objectifs sont définis de manière qui prête à controverse, comme le montre le chapitre 3. Et la question de la communication est essentielle en ce qui concerne la responsabilité démocratique de l'Eurosystème. Transparence et responsabilité sont, en effet, étroitement associées.

C'est en principe le Président de la BCE qui parle au nom de l'Eurosystème. C'est habituellement le cas de toutes les banques centrales, qu'elles soient nationales ou fédérales. Mais la situation ambiguë de l'Eurosystème donne une certaine latitude aux gouverneurs des banques centrales nationales pour exprimer leurs points de vue en public, parfois en désaccord avec le Président de la BCE. Cette source de confusion est souvent dénoncée, en particulier par les marchés financiers, qui sont les pre-

4. Supervision bancaire en Union économique et monétaire

	Responsabilité	Indépendance	Influence de la banque centrale	Coordination avec la banque centrale
Belgique	Autorité de supervision	Oui	Aucune	Participation
Allemagne	Autorité de supervision	Sous l'autorité du ministère des Finances	Importante	Coopération légale
Espagne	Banque centrale	Oui	Complète	—
France	Autorité de supervision	Liens avec la Banque centrale	Importante	Importante
Irlande	Banque centrale	Oui	Complète	—
Italie	Banque centrale	Oui	Complète	—
Luxembourg	Autorité de supervision	Oui	Aucune	Aucune
Pays-Bas	Banque centrale	Oui	Complète	—
Autriche	Ministère des Finances	Non	Importante	—
Portugal	Banque centrale	Oui	Complète	—
Finlande	Autorité de supervision	Liens avec la Banque centrale	Aucune	Oui

Source : BCE, *Bulletin mensuel*, avril 2000.

miers partenaires directs de l'Eurosystème. Le chapitre 4 revient plus en détail sur ces dysfonctionnements.

Par ailleurs, la qualité de la communication est étroitement associée à la formulation des objectifs de la politique monétaire. Lorsque les objectifs sont précis (comme au Royaume-Uni, par exemple), la communication est aisée. Lorsqu'ils sont diffus, comme aux États-Unis, la communication devient une affaire d'art, car toute action peut être justifiée. L'Eurosystème se situe entre les deux, position inconfortable qui demande un niveau relativement élevé de précision sans laisser beaucoup de place à la libre justification.

La communication constitue certainement l'un des aspects les plus troublants de la performance de l'Eurosystème. Il semble que l'on ait considéré, au début, que la pratique de la Bundesbank (objectifs imprécis, justifications changeantes au fil des circonstances) suffirait. Mais l'opinion publique est plus hétérogène en Europe qu'en Allemagne⁽⁸⁾ et, surtout, le rôle de l'euro est considérablement plus important que celui du mark, ce qui se traduit par un intérêt aigu de la part d'observateurs et des marchés financiers en Europe et ailleurs. Enfin, les temps ont changé, et l'exigence de transparence de la part des autorités s'est considérablement accrue.

2.3. Coordination avec les gouvernements

Toute banque centrale indépendante entretient des relations complexes avec son ministre des finances. Les actions de l'un et l'autre affectent directement l'économie. En règle générale, leurs objectifs sont semblables mais, sauf occasionnellement, ils ne sont pas identiques. Mais comme les actions de l'un peuvent frustrer celles de l'autre, il serait hautement inefficace qu'un certain degré de coordination ne soit pas au centre de leur relation. En UEM, l'Eurosystème a en face de lui 12 ministres, ce qui modifie sensiblement la donne. Cette question est abordée au chapitre 5.

2.4. Supervision

La création de l'UEM ne s'est pas accompagnée d'une modification des responsabilités en matière de supervision des banques. Cette responsabilité est donc toujours exercée au niveau national, avec des institutions différentes. Dans certains pays, la supervision bancaire est assurée par la banque centrale, dans d'autres par un organisme spécifique (tableau 4). En France, c'est la Commission bancaire qui prend en charge cette fonction, mais en étroite collaboration avec la Banque de France. Cette organisation a sa logique, mais elle soulève d'importantes questions.

La logique tient à deux considérations : le principe de subsidiarité et le coût des opérations de prêteur en dernier ressort. Les banques restent des

(8) De plus, les conditions économiques elles-mêmes sont hétérogènes, un point abordé au chapitre 2.

établissements soumis à la réglementation nationale. Pour leurs transactions avec l'Eurosystème, elles passent par leurs banques centrales nationales. Il est compréhensible, donc, que le principe de subsidiarité s'applique à la supervision bancaire. Il en va de même pour les établissements financiers non bancaires et les bourses. Le maintien du coût des opérations de prêteur en dernier ressort répond également au souci des pays européens de ne pas avoir à payer pour le renflouement éventuel de banques chez le voisin.

Dans le même esprit, le Traité de Maastricht ne prévoit pas que la BCE se substitue aux autorités nationales pour les opérations de prêteur en dernier ressort, qui n'y sont d'ailleurs pas mentionnées. Il est entendu qu'une telle responsabilité reste du ressort exclusif des autorités nationales, y compris en ce qui concerne les coûts qui peuvent être considérables. En général, les opérations de prêteur en dernier ressort ne sont jamais prévues explicitement ; il s'agit d'une pratique à la totale discrétion des autorités monétaires.

Cette logique, cependant, se heurte à de sérieuses difficultés. La première concerne la taille et la rapidité de telles interventions. L'action doit être rapide, parfois les autorités ne disposent que de quelques heures pour mobiliser des sommes énormes. C'est pour cela que les banques centrales sont les seules à pouvoir assurer la fonction de prêteur en dernier ressort, les gouvernements n'ayant pas les ressources nécessaires dans le délai requis. Que se passera-t-il en UEM le jour où, inévitablement, un établissement bancaire sera en situation de défaut ? La réponse n'a pas été donnée. Les banques centrales nationales n'ayant plus l'autonomie de créer de la monnaie, c'est à l'Eurosystème que reviendra la décision d'intervenir. Les questions qui se poseront à ce moment sont nombreuses et complexes.

D'abord, il s'agit de savoir qui prendra en charge les coûts, c'est-à-dire qui remboursera l'Eurosystème. Le principe de subsidiarité implique, on l'a vu, que c'est au pays où se produit la crise bancaire qu'incombent les coûts. Mais au-delà de ce principe général, il ne semble pas y avoir de « contrat » passé entre les États et l'Eurosystème. En l'absence d'un tel accord, l'Eurosystème risque de se montrer hésitant à un moment où chaque minute compte. (Il se peut qu'un accord existe, mais dans ce cas il est gardé confidentiel afin de ne pas provoquer d'aléa moral. Le secret serait alors éventé à la première crise.)

Ensuite, une intervention de prêteur en dernier ressort ne peut être menée que si les autorités monétaires sont bien informées de la situation financière de la (ou des) banque en situation de faillite. Ces informations sont pour l'instant détenues par le superviseur national. En cas de crise, le superviseur – banque centrale ou non – devra rapidement informer l'Eurosystème. La tâche n'est pas impossible, mais une procédure doit être mise au point. L'Eurosystème affirme qu'il saura agir rapidement en cas d'urgence, mais il n'a rien révélé de ses préparatifs en la matière. Le risque est que la suspicion que le régulateur national peut ne pas avoir exercé ses

responsabilités de manière adéquate retarde, ou bloque, des opérations nécessaires et justifiées, ou inversement, que l'Eurosystème ne veuille pas apparaître en conflit avec un superviseur et intervienne alors que ce n'est pas justifié. L'évolution récente est de séparer les tâches de banquier central et de superviseur, en particulier afin d'éviter des conflits d'intérêts.

Enfin, une des raisons d'être de la monnaie unique est de favoriser l'intégration des systèmes financiers européens. Les fusions transfrontières entre banques semblent lentes à se mettre en place, mais les relations interbanques ne cessent de se développer. Tout défaut d'une banque importante ne manquerait pas de créer de sérieuses difficultés en chaîne dans d'autres établissements en dehors du pays d'origine. L'aspect systémique des systèmes bancaires devient de moins en moins national et de plus en plus européen. Il est donc illusoire de penser qu'il sera simple de définir les responsabilités nationales.

La réponse logique à ces préoccupations serait de créer un superviseur unique au niveau de l'UEM qui soit distinct de l'Eurosystème. Ce superviseur pourrait suivre les chaînes de liens entre établissements bancaires et donc rapidement communiquer à la BCE l'état de la situation. Or aucune évolution en ce sens n'est esquissée. De nombreuses banques centrales, désormais privées de la partie essentielle de leurs prérogatives – la politique monétaire – sont naturellement peu enclines à voir la responsabilité de supervision bancaire leur échapper de surcroît. De ce fait l'Eurosystème ne peut prendre d'initiative. La BCE peut le faire, ainsi qu'il est prévu à l'article 25 du Protocole au traité consacré au SEBC : « La BCE est habilitée à donner des avis et à être consultée par le Conseil, la Commission et les autorités compétentes des États membres sur la portée et l'application de la législation communautaire concernant le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier ».

À ce jour, la BCE s'est bien gardée d'évoquer cette clause pour mettre à jour un aspect crucial de la stabilité monétaire de la zone euro.

3. Bilan

Sur des aspects essentiels (règle d'objectif d'inflation, indépendance) l'Eurosystème est une institution moderne. Certaines de ses faiblesses (positionnement fédéral, processus de décision) sont ambiguës, reflétant la nature même de la construction européenne. D'autres faiblesses (stratégie de la politique monétaire, cible d'inflation, communication, responsabilité démocratique), par contre, sont de son ressort et reflètent la vision quelque peu surannée héritée de la Bundesbank.

Chapitre 3

La stratégie de la politique monétaire

Ce chapitre analyse la stratégie de la politique monétaire telle qu'elle a été définie par l'Eurosystème. Il conclut que cette stratégie est mal conçue. Le prix en a sans doute été une prime de risque sur l'euro et une perte d'efficacité de la politique monétaire. Ces aspects sont illustrés à l'aide de trois exemples de difficultés apparues durant les trois premières années de l'UEM. Ce chapitre présente aussi des propositions pour repenser la stratégie : comment définir l'objectif et les indicateurs, et comment définir la stabilité des prix.

1. Critique de la stratégie à deux piliers

La stratégie annoncée repose sur deux piliers (*cf.* ECB, 1999). Le premier pilier assigne « un rôle prépondérant » à la monnaie (M3) dont le taux de croissance se voit attribuer une « valeur de référence ». 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 ».

1.1. Premier pilier et l'héritage de la Bundesbank

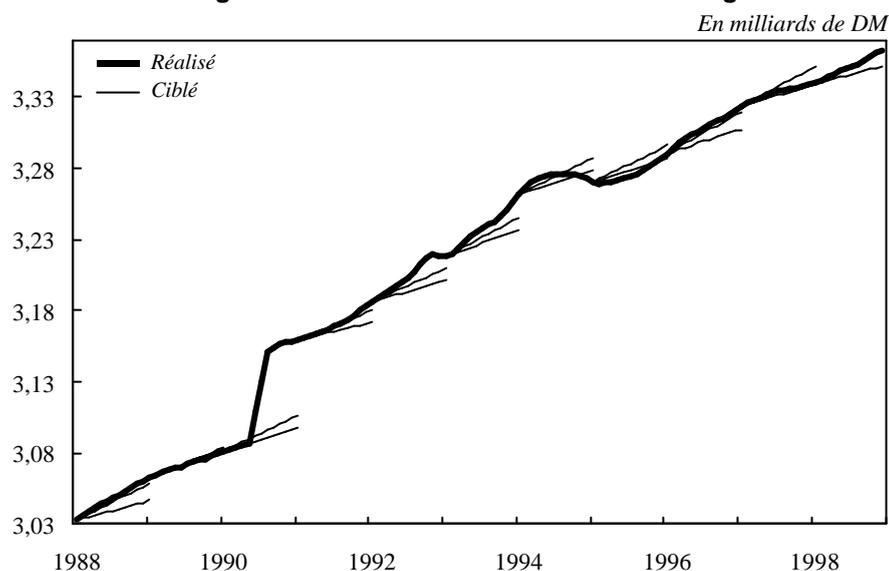
Cette stratégie à deux piliers, directement empruntée à la Bundesbank, a fait l'objet de sévères critiques⁽⁹⁾. En fait, elle a été reprise à un moment où celle-ci était l'une des dernières banques centrales à officiellement cibler la masse monétaire et faisait déjà face à de nombreuses critiques.

En particulier, la performance de la Bundesbank à l'aune de son objectif était mitigée. Le graphique 5 montre qu'elle a fréquemment raté sa cible. Celle-ci était définie au début de chaque année parfois comme un objectif annuel de croissance pour l'agrégat monétaire de référence, et parfois comme un plafond et un plancher. La définition même de l'agrégat ciblé a été modifiée en 1988, passant de la base monétaire à M3. Sur les 24 années durant lesquelles elle a annoncé un tel objectif, la Bundesbank n'a atteint son but

(9) Un bon exemple est Svensson (1999a).

que 13 fois, à peine plus d'une fois sur deux. Elle a également accepté, chaque année, de remettre les compteurs à zéro, validant ainsi le dérapage de l'année précédente⁽¹⁰⁾. Cette contre-performance a toujours été expliquée par la Bundesbank par des circonstances spéciales à chaque année. En réalité, l'accumulation des échecs suggère que ces circonstances n'étaient pas vraiment spéciales, mais que la demande de monnaie est instable, quel que soit l'agrégat monétaire choisi.

5. Ciblage de la croissance monétaire en Allemagne



Source : Deutsche Bundesbank (2001).

En effet, le lien entre croissance monétaire et inflation, justification fondamentale de la stratégie de la Bundesbank, passe par la demande de monnaie. Tant que celle-ci est approximativement stable par rapport au taux d'inflation, le ciblage de la croissance monétaire de cibler indirectement le taux d'inflation, même si le délai est long (de 12 à 18 mois). Mais une fois que l'inflation est basse, et donc relativement stable, toute variabilité de la demande de monnaie devient une source importante de bruit dans le lien croissance monétaire-taux d'inflation⁽¹¹⁾. De plus, il semble que la demande de monnaie soit devenue instable à la suite de la révolution informatique qui a profondément modifié la technologie bancaire et de la libéralisation financière qui a affaibli les frontières entre les différents instruments financiers existants.

(10) Baltensperger (1999) offre une revue détaillée de la doctrine de la Bundesbank, des résultats de la politique de ciblage, et des controverses qui n'ont cessé d'entourer cette approche adoptée en 1974.

(11) De Grauwe et Polan (2001) documentent ce point.

En fait, comme l'ont montré des travaux récents⁽¹²⁾, la Bundesbank n'a jamais adhéré de manière rigide à une règle de croissance monétaire. Elle a suivi une autre stratégie, plus subtile, qui prenait en compte inflation, taux de change, croissance, etc., c'est-à-dire tout ce qui constitue à présent le deuxième pilier de la BCE. Le résultat a été un décalage entre ce qui était dit et ce qui était fait, et donc un désastre en matière de communication. Grâce à son prestige, la Bundesbank a pu maintenir les apparences, mais son crédit était sérieusement entamé lorsque l'UEM a été mise en place.

1.2. La BCE et ses deux piliers

Pour ce qui est du premier pilier, la seule différence entre la BCE et la Bundesbank est qu'au lieu d'opter pour des taux de croissance maximum et minimum pour le premier pilier, l'Eurosystème a annoncé une « valeur de référence » pour l'agrégat M3. Ce néologisme cache mal l'ambiguïté du premier pilier : la valeur de référence n'est pas vraiment un objectif, c'est un indicateur parmi d'autres. Mais alors, pourquoi lui accorder le statut de « rôle prépondérant » ? Le graphique 6 présente la performance de l'Eurosystème. Mis à part une brève période en 2000-2001, le premier pilier semble avoir été délibérément ignoré. Les apparences peuvent être trompeuses, et le sont partiellement, mais si la réputation de l'Eurosystème devait être basée sur sa capacité à atteindre sa cible de croissance monétaire, elle serait très évidemment faible. Comme pour la Bundesbank, derrière cette contre-performance se cache un comportement plus subtil et inquiétant à la fois. Subtil car l'Eurosystème s'est trouvé confronté à des situations de dilemme entre ses deux piliers, et a su adopter une attitude pragmatique. Il a délibérément, et sagement, accepté de prendre ses distances vis-à-vis du premier pilier pour ne pas mettre en danger le second.

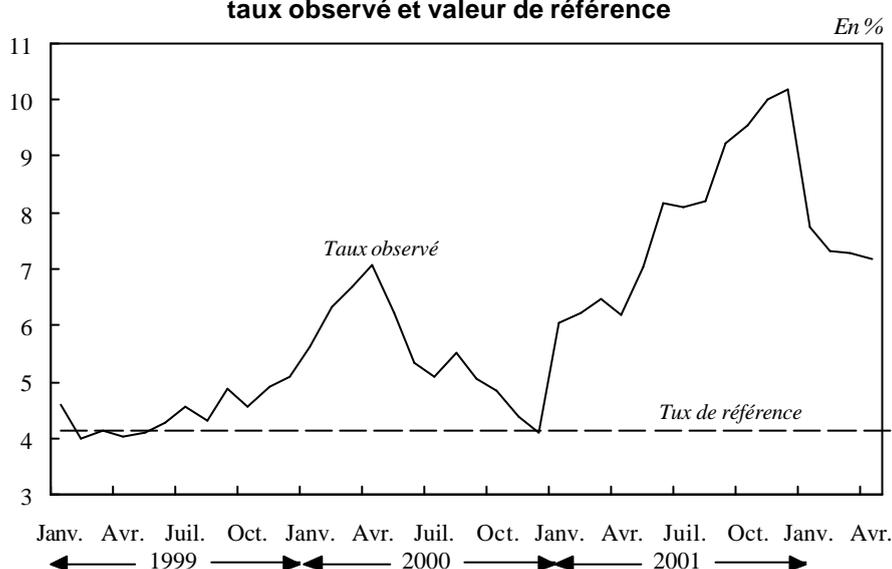
Mais cette interprétation est inquiétante à trois titres. Tout d'abord, elle fait ressortir la faiblesse, maintes fois dénoncée, d'une cible monétaire. Ensuite et surtout, elle suggère que l'Eurosystème peut avoir hésité à suivre une politique monétaire adaptée à la situation économique (prise en compte par le deuxième pilier) et, de ce fait, pourrait avoir sacrifié, à la marge, au mythe du premier pilier, d'où l'impression d'hésitation et de lenteur généralement perçue. Enfin, si le second pilier est le vrai critère qui guide la politique monétaire, il serait préférable d'abandonner le premier et, surtout, de clarifier ce qu'est réellement le second pilier. Il reste décrit de manière bien trop vague pour être utile et compréhensible. Le manque de transparence, et donc la réputation quelque peu malmenée de l'Eurosystème, sont étroitement liés à cette présentation confuse de la stratégie monétaire.

Ainsi, l'adoption par l'Eurosystème de la stratégie à deux piliers apparaît comme sérieusement anachronique. Deux explications ont été avancées pour expliquer ce choix. Premièrement, il s'agissait de rassurer le pu-

(12) La référence est Clarida et al. (1998). Leurs résultats ont été fréquemment répliqués.

blic, allemand en particulier, et de montrer, symboliquement, que l'Eurosystème allait poursuivre l'approche de la Bundesbank. Deuxièmement, il semble que l'on ait voulu sauver la face de la Bundesbank qui s'était trop longtemps accrochée à défendre son ciblage. Dans la pratique, cependant, l'Eurosystème semble avoir fidèlement suivi la Bundesbank en ignorant superbement ce premier pilier, tout en réaffirmant sa prééminence. Comment communiquer avec une telle approche ?

6. Croissance monétaire dans l'Eurosystème : taux observé et valeur de référence



Source : BCE.

La stratégie ne peut manquer d'affecter également la prise de décision. Le but déclaré de son adoption était précisément de cadrer la discussion au sein du Conseil des Gouverneurs. Les informations disponibles indiquent que c'est bien le cas. À chaque réunion, désormais mensuelle, consacrée à la politique monétaire, le « *chief economist* » présente la situation dans la zone euro en suivant de près le principe de la stratégie à deux piliers. Les débats qui suivent sont, semble-t-il, également menés dans le cadre ainsi prédéfini. Il est déjà difficile à un groupe de 18 banquiers centraux de s'accorder sur la marche à suivre. Mais la stratégie, telle qu'elle a été formulée, est théoriquement incorrecte et pratiquement ingérable. Ainsi la combinaison d'un comité décisionnel trop large et d'une stratégie mal formulée ne peut qu'être une source de difficultés internes, soigneusement cachées. Ceci a pour effet de rendre la communication extraordinairement compliquée.

Plus grave encore est le fait que les membres du Conseil sont fréquemment frustrés d'être enfermés dans un cadre qu'ils réprouvent, sans pouvoir – ou vouloir – exprimer leur désapprobation. Dans la plupart des banques

centrales, les membres du comité qui prend les décisions ont pour habitude d'échanger leurs vues dans les jours qui précèdent la réunion. Ils peuvent ainsi soit dégager au préalable un consensus, soit prendre note de leurs désaccords. Dans les deux cas, la réunion décisionnelle est ainsi bien préparée, et la décision prise résulte d'un échange d'arguments approfondi. Par crainte des fuites, semble-t-il, le Conseil des Gouverneurs de l'Eurosystème ne préparent pas ainsi sa décision qui doit être prise au terme d'un échange qui ne peut excéder une matinée.

2. Trois défis en trois ans

Depuis son entrée en fonction, l'Eurosystème a dû faire face à trois défis : la dépréciation de l'euro, un mini-choc pétrolier, et une récession aggravée par les attentats du 11 septembre 2001. Ces événements ne rentrent pas facilement dans le cadre de la stratégie à deux piliers. Ils demandaient donc que l'Eurosystème « dise le droit » en expliquant comment il entendait appliquer son approche générale à des situations précises.

2.1. La faiblesse persistante de l'euro

La dépréciation continue de l'euro reste largement mystérieuse. Jusqu'en 2001, les taux euro étaient inférieurs aux taux dollar. Si l'on croit le principe de la parité des taux d'intérêt, cela signifie que les marchés anticipaient une appréciation de l'euro, et c'est aussi ce que prédisait l'Eurosystème. On sait que la parité des taux est un principe maintes fois mis en défaut et que les déviations par rapport à la parité des taux peuvent traduire l'existence de primes de risque. La faiblesse persistante de l'euro pourrait ainsi refléter le scepticisme des marchés vis-à-vis de l'Eurosystème.

Face à cette situation, l'Eurosystème pouvait choisir entre deux stratégies. Il pouvait considérer que la dépréciation était inexplicée et inexplicable, et sans grande importance. Un euro sous-évalué exerçait une pression inflationniste mais il facilitait la reprise de la croissance. Comme la zone euro est peu ouverte, ces deux effets étaient suffisamment faibles pour rester enfouis dans le second pilier. Sous cet angle, la meilleure solution était de déclarer une approche de « négligence bénigne » et donc de continuer à structurer la politique monétaire sur les conditions intérieures à la zone. L'autre approche était d'admettre que la faiblesse grandissante de l'euro, sans poser de problème pour le réglage macroéconomique de la zone euro, produisait un effet symbolique suffisamment défavorable pour justifier une inflexion de la politique monétaire, au minimum une hausse des taux d'intérêt, et peut-être aussi une intervention directe sur les marchés des changes.

L'Eurosystème a adopté successivement les deux stratégies, au risque de donner une impression d'inconstance. Il n'a cessé de rappeler qu'il n'avait

pas d'objectif de taux de change et que la faiblesse de l'euro ne lui posait pas de problème particulier. Lorsqu'à six reprises entre la fin 1999 et l'été 2000, il a relevé ses taux d'intérêt, il a soigneusement justifié chaque pas par son objectif de stabilité des prix, alors que les marchés se focalisaient de plus en plus sur le taux de change. À l'automne 2000, l'euro avait perdu 20 % de sa valeur et l'inflation dépassait largement le plafond des 2,7 %. Sans changer sa présentation des événements, la BCE a alors organisé une intervention concertée des grandes banques centrales sur les marchés des changes. Lorsque la logique a échappé aux marchés, la BCE s'est flattée de les surprendre : « *The surprise elements are a basic factor in the success of eventual intervention. With interest rates: no. It is not our aim*⁽¹³⁾ », Président Duisenberg, Conférence de Presse, 5 octobre 2000.

Les banquiers centraux ont appris que surprendre les marchés monétaires est contre-productif. Ils continuent de croire qu'il faut surprendre les marchés des changes, même si depuis quelque temps certaines banques centrales (la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon) publient rapidement le montant de leurs interventions. Leur raisonnement est que, du fait l'asymétrie de taille entre les banques centrales et les marchés financiers, les autorités monétaires n'ont que l'arme de la surprise. Il semble que cette arme ne produit que des effets éphémères tant que les interventions sont stérilisées⁽¹⁴⁾. Mais la BCE ne peut pas conduire des interventions non stérilisées car elle devrait alors admettre que le taux de change peut être un objectif, même temporairement, ce qui invaliderait la stratégie annoncée. Pour l'Eurosystème, le résultat en termes de communication a été insatisfaisant.

2.2. Le choc pétrolier

Un choc pétrolier est toujours difficile à gérer pour les banques centrales. Contenir les pressions inflationnistes conduit à exacerber l'effet récessif du choc, mais soutenir l'activité se paie en termes d'inflation. Le triplement des cours pétroliers entre février 1999 et octobre 2000 était donc une très mauvaise nouvelle pour l'Eurosystème, même si les cours étaient anormalement bas au départ.

Étant donnée la primauté de l'objectif de stabilité des prix, l'Eurosystème se devait de resserrer la politique monétaire, ce qu'il a fait. Il ne pouvait ignorer cependant l'impact contractionniste de ce choix. Sa réponse a été classique. Il a considéré qu'assurer la stabilité des prix est le meilleur moyen de soutenir la croissance à long terme, ce qui n'est pas inexact mais ignore que la plupart des citoyens se préoccupent aussi de la croissance et du chômage à court terme.

(13) Les éléments de surprise sont un facteur essentiel dans le succès d'une intervention éventuelle. Ce n'est pas le cas en ce qui concerne les taux d'intérêt. Ce n'est pas notre but.

(14) Dominguez et Frankel (1993).

Une telle position n'est pas incompatible avec l'intention de la nouvelle banque centrale d'assurer sa réputation de gendarme de l'inflation, mais elle exige une belle certitude face à l'inquiétude grandissante des opinions publiques et des gouvernements. La baisse des taux d'intérêt de mai 2001 est intervenue à un moment où l'Eurosystème avait fini par convaincre la plupart de ses critiques.

Survenue cinq mois après le début du desserrement spectaculaire mis en œuvre par la Réserve fédérale, la logique de cette action était difficile à justifier par l'argument maintes fois répété de la stabilité des prix à un moment où l'inflation, au taux de 3 % par rapport à mai 2000, était toujours très au-dessus du plafond de 2 %. Il se trouve que mai 2001 est le mois où l'inflation a atteint son maximum. L'Eurosystème avait donc raison *a posteriori* quand il justifiait son action par une baisse des tensions inflationnistes, mais rien dans les discours de la BCE ne permet d'affirmer qu'au moment de sa décision elle avait en main des informations précises. Quant au premier pilier, la masse monétaire accélérât depuis plusieurs mois, bien au-dessus de sa valeur de référence (graphique 6), même si elle semblait s'être stabilisée en avril. Le décalage entre la stratégie à deux piliers et l'analyse des observateurs était frappant.

2.3. Le 11 septembre 2001

Les attentats terroristes du 11 septembre ne devaient pas nécessairement produire des effets économiques aussi dramatiques que l'événement lui-même. Mais ils sont arrivés à une période délicate. L'économie américaine semblait sur le point de renouer avec la croissance alors que le ralentissement prenait de l'ampleur en Europe. Étant donnée la difficulté de prévoir, et même de détecter rapidement, les retournements conjoncturels, ces événements ont créé une situation des plus délicates pour toutes les banques centrales. D'un côté, le degré d'incertitude s'est soudain accru, ce qui demandait une attitude prudente. De l'autre, l'inquiétude perçue par les consommateurs et les entreprises demandait des gestes rassurants de la part des autorités.

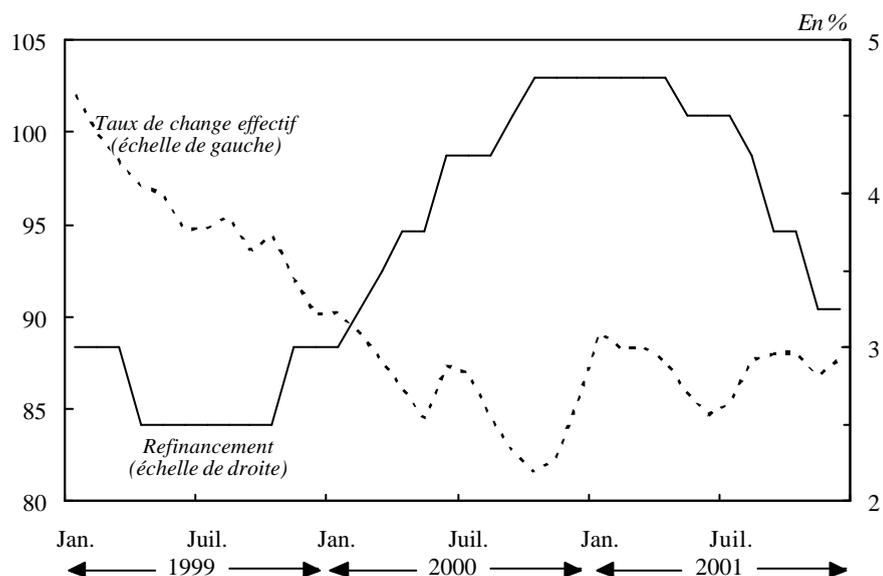
La réaction de l'Eurosystème a tranché par rapport à celle de la Réserve fédérale. Celle-ci a baissé son taux directeur dès la réouverture des marchés le 17 septembre alors que l'Eurosystème a laissé les marchés fonctionner entre le 11 et le 17, et n'a baissé son taux que deux jours plus tard. De fait, dès le 12 septembre, le Président de la BCE avait refusé d'envisager une réaction rapide. Répondant à une question directe sur ce sujet, il déclarait : « ... *our monetary policy is forward looking and medium term oriented, and we do not and should not react to changes in very short-term indicators. I think sticking to this stability oriented, medium term, forward looking policy is the best contribution to maintain confidence of the general public in the monetary authority's policies. The aim of our monetary policy, as you are aware, is to maintain price stability over the medium term, and it is our judgement that, as the current monetary policy stands, we will be able to*

control inflation (...) That is the image of stability which should give confidence⁽¹⁵⁾ », Wim Duisenberg, Discours au Comité des affaires économiques et monétaires du Parlement Européen, Bruxelles, 12 septembre 2001.

Une réaction plus modeste en zone euro qu'aux États-Unis aurait été justifiée par un ralentissement plus modéré mais rien n'indiquait alors que ce serait le cas. De fait, quelques jours plus tard, le taux d'intérêt était baissé.

L'Eurosystème ne peut pas être critiqué pour avoir sous-estimé l'ampleur du ralentissement conjoncturel (sauf preuve du contraire à fournir...), mais il est peu probable, cependant, que de nouvelles informations soient arrivées entre cette déclaration et la baisse du taux d'intérêt. Ce qui a frappé, alors, a été l'aspect stéréotypé de la communication qui a suivi ces événements, y compris la déclaration rituelle selon laquelle « le Conseil des Gouverneurs considère que le niveau du taux de change est approprié pour le maintien de la stabilité des prix sur le moyen terme ». Non seulement les marchés ont été surpris (*cf.* graphique 7), et irrités, mais l'Eurosystème a renforcé le sentiment que ses déclarations ne révèlent pas les délibérations qui se déroulent en son sein.

7. Taux de change de l'euro et actions de l'Eurosystème



Source : BCE.

(15) ... notre politique monétaire est tournée vers l'avenir et a une orientation de moyen terme, et nous ne réagissons ni ne devrions réagir à des modifications d'indicateurs de très court terme. Je pense que s'en tenir à cette stratégie est la meilleure contribution pour maintenir la confiance du public dans les politiques des autorités monétaires. L'objectif de notre politique monétaire, comme vous le savez, est de maintenir la stabilité des prix sur le moyen terme, et notre jugement est que, telle que la politique monétaire actuelle est orientée, nous serons en mesure de contrôler l'inflation (...). C'est l'image de stabilité qui devrait donner confiance.

3. Les coûts d'une stratégie mal formulée

3.1. Efficacité

Ce désaccord entre l'Eurosystème et ses observateurs ne relève pas seulement du folklore traditionnel entre banquiers centraux et leurs critiques. Il est devenu de plus en plus clair que l'efficacité même de la politique monétaire dépend de sa capacité à agir sur les anticipations des marchés (Blinder, 1998). La raison est simple : la banque centrale agit sur la liquidité et donc affecte les taux d'intérêt à très court terme. Or, dans la plupart des pays, ces taux courts ont une influence économique des plus limitées. Le chapitre 1 rappelle que la politique économique agit à travers trois canaux :

- les emprunts des ménages et des entreprises. Les taux d'intérêt qui jouent un rôle sont à long terme, à un an ou beaucoup plus. Or les taux longs sont construits en projetant dans l'avenir l'évolution attendue des taux courts, c'est-à-dire l'orientation future de la politique monétaire. Pour influencer les emprunts, et influencer sur l'évolution des taux longs, une banque centrale doit donc impérativement s'assurer que sa logique est bien comprise par les marchés afin qu'ils incorporent fidèlement dans leurs attentes les annonces officielles ;

- la part des dépenses des particuliers et des entreprises qui sont dépendantes des cours boursiers (effet de richesse pour les particuliers, émission d'actions pour les entreprises). Les cours boursiers sont déterminés par les taux d'intérêt à court et à long terme (escompte des profits futurs) et par les attentes en termes de profitabilité. La politique monétaire n'est qu'un élément, parmi beaucoup d'autres, qui affecte la profitabilité des entreprises, mais elle joue un rôle important. On le voit bien lorsque ses décisions, souvent même ses déclarations, sont immédiatement prises en compte par la bourse. Ici encore, la capacité d'une banque centrale à agir sur les attentes du marché est une condition d'efficacité de la politique monétaire ;

- le taux de change, enfin, est un véhicule important pour la politique monétaire. Même si la zone euro est relativement fermée, le taux de change continue à affecter le niveau d'activité et le taux d'inflation. Comme les cours boursiers, le taux de change réagit aux attentes du marché, et ces attentes dépendent de manière cruciale de la politique monétaire.

3.2. Prime de risque

La conduite de la politique monétaire est souvent présentée comme un concert où le chef d'orchestre met en phase une quantité d'instruments différents pour aboutir à une harmonie mélodieuse. Nombre d'observateurs considèrent que la musique de l'Eurosystème est souvent cacophonique. Ses actions, sans être nécessairement fondamentalement erronées, sont mal comprises. Nul ne sait vraiment si la partition à exécuter est dissonante ou bien si c'est son exécution qui est en cause. La réponse de l'Eurosystème à

ces critiques est qu'il n'a pas commis d'erreur et que c'est au public d'apprendre à écouter la musique⁽¹⁶⁾.

Peu importe donc que l'impression de cacophonie attribuée à l'Eurosystème soit justifiée ou non. À partir du moment où c'est la défiance qui caractérise l'attitude des marchés, la politique monétaire perd de son efficacité. Pire même, l'impression d'incertitude se traduit par une prime de risque qui peut soit affaiblir l'euro, soit résulter en des taux longs plus élevés – avec des effets négatifs sur la croissance – soit les deux. Qu'en a-t-il donc été depuis la création de la monnaie unique ?

L'évolution de l'euro a été particulièrement surprenante. Par rapport au dollar, l'euro a perdu plus de 20 % de sa valeur avant d'entamer un mouvement haussier. En termes effectifs, il a reculé de 15 %. Aucune explication convaincante n'a été produite pour expliquer ce mouvement, ainsi que le montre De Grauwe (2000).

Le fait est que les augmentations de taux d'intérêt ne semblent pas réussir à l'euro, qui tend à baisser lors de chaque annonce, quelle qu'elle soit. Le graphique 7 montre que, depuis le lancement de l'UEM, le taux de change effectif a décliné neuf fois durant le mois correspondant à chacun des douze changements du taux de refinancement. Sur les trois cas où le taux de change s'est apprécié, deux correspondent à une baisse et un à une hausse du taux de refinancement. La plupart du temps les marchés ont considéré que l'action de l'Eurosystème était « trop peu, ou trop tard, ou les deux à la fois ». Des études précises (*cf.* Begg et *al.*, 2002 ou le rapport de Patrick Artus) montrent qu'il est injuste de considérer que l'Eurosystème est trop lent, mais les perceptions, même erronées, sont importantes pour les raisons précédemment indiquées.

4. Redéfinir la stratégie de la politique monétaire

Si l'Eurosystème a bien pris les bonnes décisions au bon moment, sa stratégie reste incomprise parce qu'elle est incompréhensible. Ce constat, largement partagé par les observateurs, est publiquement rejeté par le Conseil des Gouverneurs, encore que ses membres soient loin d'être unanimes. Il est normal que les responsables de l'Eurosystème n'aient pas voulu procéder à un ajustement durant les premières années d'existence de l'UEM. Il fallait laisser au système le temps de se roder, éviter d'arriver à des conclusions hâtives et, surtout, ne pas donner l'impression que l'on change d'approche dès que les premiers nuages apparaissent. Un certain nombre d'événements vont cependant ouvrir la voie à une réflexion sur ces questions :

(16) La réponse d'un des membres éminents de l'Eurosystème, Jean-Claude Trichet, joue d'une autre image, plus sportive qu'artistique : « L'Eurosystème est une équipe monétaire unique, dont l'entraîneur est la BCE et les joueurs, les BCN, animés par un esprit d'équipe commun ; et cet esprit d'équipe constitue l'un des atouts inappréciables de la zone euro » (Discours à Dakar, 5 mai 2001).

l'élargissement de l'UEM est désormais programmé, et le renouvellement du Directoire de la BCE est en route. Il est donc temps de dégager des options. Cette section aborde la stratégie monétaire, la base de l'édifice. Le mécanisme de prise de décision et la communication seront abordés au chapitre suivant.

4.1. Quels objectifs ?

Une banque centrale doit avant tout assurer la stabilité des prix, et c'est bien la mission qui a été confiée à l'Eurosystème. Le Traité de Maastricht établit une hiérarchie claire entre la stabilité des prix et le soutien à l'économie. Ce n'est pas le cas, par exemple, aux États-Unis où la mission du Fed met sur le même plan la stabilité des prix et le maintien de l'emploi. Devrait-on remettre en cause cette hiérarchie et opter plutôt pour une mission plus large, comme aux États-Unis ?

Le débat est largement académique car une révision du traité dans ce sens ne paraît guère réaliste. Ce n'est pas non plus nécessaire. L'expérience montre que les banques centrales se comportent de plus en plus de la même manière. Aucun banquier central ne peut fermer les yeux lorsque le chômage augmente et, comme le montrent les estimations de la règle de Taylor, aucun ne le fait. La tendance des banquiers centraux est naturellement de se simplifier la tâche et de se concentrer sur un seul objectif bien défini, la stabilité des prix. Mais leur responsabilité démocratique est engagée et, qu'ils le veuillent ou non, ils se doivent de prendre en compte l'arbitrage entre un peu plus d'inflation et un peu plus de chômage. L'Eurosystème s'en sort, difficilement, en admettant que la situation conjoncturelle est un indicateur avancé du taux d'inflation, mais le voile est trop fin pour échapper à l'arbitrage auquel toute banque centrale est confrontée. La pression de l'opinion publique joue dans ce sens.

La stratégie à deux piliers est ambiguë. L'activité économique (croissance, chômage) est explicitement prise en compte parmi les nombreux indicateurs qui constituent le second pilier. Mettre un terme à cette ambiguïté permettrait à la BCE de formuler sa politique en harmonie avec ses actions, sans menacer son objectif d'inflation. Bien au contraire, en accordant la priorité absolue à l'objectif d'inflation à moyen terme, elle pourrait se préoccuper ouvertement de l'activité économique dans le cadre d'une stratégie cohérente.

Pour ce faire, la BCE devrait accepter la terminologie désormais bien établie : elle devrait identifier son *objectif*, la stabilité des prix, son *instrument*, le taux d'intérêt à court terme, et préciser les *indicateurs* pris en compte lors des décisions. Les deux piliers appartiennent à la catégorie des indicateurs. Que la croissance de la masse monétaire soit conservée comme un indicateur parmi d'autres importe finalement peu, à condition que cet indicateur ne reçoive aucune prééminence. Ce qui est essentiel, en revanche, c'est que l'Eurosystème explique clairement et continuellement quels indi-

cateurs sont réellement pris en compte, et comment il analyse leur impact sur l'inflation. Ceci implique la publication des prévisions d'inflation, y compris les modèles utilisés. Une telle publication doit se faire en temps réel, c'est-à-dire à chaque prise de décision, que le taux d'intérêt soit changé ou non⁽¹⁷⁾.

4.2. L'inflation : objectif ou ciblage ?

Depuis une dizaine d'années, de nombreuses banques centrales ont adopté une stratégie de ciblage de l'inflation. La différence entre un objectif de stabilité des prix et une stratégie de ciblage de l'inflation est importante. Lorsqu'une banque centrale adopte un objectif de stabilité des prix, elle s'engage à produire un certain résultat. Sa performance ne peut qu'être évaluée *ex post*. Étant donnés les délais d'action de la politique monétaire, en pratique, cela signifie qu'il faut attendre deux ans pour juger de l'action conduite. Une stratégie de ciblage de l'inflation consiste non seulement à annoncer un objectif, mais aussi à publier en temps réel les prévisions d'inflation, et à adopter des mesures correctrices à chaque fois que l'inflation anticipée diffère de l'objectif. Elle peut être évaluée *ex ante*.

L'Eurosystème poursuit un objectif d'inflation, puisque telle est la mission que lui a assignée le traité de Maastricht. Il publie ses prévisions d'inflation mais souligne avec insistance que ces prévisions sont purement indicatives et ne constituent en aucun cas un engagement en ce qui concerne la conduite de la politique monétaire : « Les projections macroéconomiques ne couvrent pas l'ensemble des informations concernant le second pilier et ne prennent pas en compte celles relatives à l'analyse effectuée dans le cadre du premier pilier de la stratégie de politique monétaire de la BCE. De ce point de vue, les projections jouent un rôle utile, mais limité, dans la stratégie », BCE, *Bulletin Mensuel*, décembre 2000, pp. 6-7.

Les mérites d'une stratégie de ciblage de l'inflation ont été développés par un grand nombre de travaux récents⁽¹⁸⁾. Le premier avantage est que la stratégie est complètement décrite, puisqu'elle repose entièrement sur deux

(17) La BCE publie ses prévisions deux fois par an, alors qu'elle décide de la politique monétaire une fois par mois. Elle justifie son approche, adoptée en décembre 2000 après une pression considérable, par le fait que la production de prévisions demande un travail considérable et ne peut se faire plus souvent. Cet argument n'est évidemment pas convaincant car, à chaque prise de décision, le Conseil des Gouverneurs ne peut pas ne pas se faire une idée de la tendance du taux d'inflation. Quelle que soit la méthode avec laquelle se font les prévisions, elles existent formellement et informellement. La Banque d'Angleterre publie, sans leur attribuer nommément, les prévisions informelles des membres de son Comité de la politique monétaire sous la forme du célèbre « *fan chart* ».

La décision de remplacer le rythme bimensuel par un rythme mensuel reconnaît que les changements de prévisions, qui sous-tendent une variation du taux d'intérêt, ne se produisent généralement pas à une fréquence élevée. D'un autre côté, le rythme biannuel de la publication des prévisions est clairement insuffisant et occulte l'information dont dispose le Conseil des Gouverneurs au moment où il prend ses décisions.

(18) Une excellente synthèse est fournie par Svensson (1999b).

indicateurs, l'inflation anticipée et l'objectif. Le second avantage est un degré élevé de transparence, puisque le raisonnement est d'une grande stabilité. Le troisième avantage tient à la responsabilité démocratique : la banque centrale est jugée *ex ante*, au moment où elle prend ses décisions. Le dernier avantage est la conséquence des précédents : la communication est extrêmement simple. Apparemment, donc, la plupart des maux endurés par l'Eurosystème depuis sa création sont susceptibles d'être guéris par l'adoption d'une stratégie de ciblage de l'inflation.

On peut s'en douter, la stratégie de ciblage de l'inflation ne peut être absolument parfaite. Les critiques notent que les prévisions sont incertaines, et qu'une banque centrale peut rarement se limiter à des réactions automatiques.

L'imprécision des prévisions d'inflation est une difficulté qui affecte toutes les banques centrales, quelle que soit leur stratégie. La stratégie de ciblage de l'inflation fait ressortir cette difficulté de manière particulièrement explicite. La réponse de l'Eurosystème, qu'il examine beaucoup d'autres indicateurs (le premier et les innombrables éléments du second pilier), n'en est pas une cependant car, au bout du compte, les membres du Conseil des Gouverneurs doivent bien formuler une opinion sur la tendance. C'est précisément ce à quoi correspond l'expression « balance des risques » qui accompagne chaque communiqué officiel. Une approche plus intéressante est celle de la Banque d'Angleterre. Chaque membre du Comité de la politique monétaire produit une prévision chiffrée. Le caractère incertain et subjectif des prévisions est ainsi entièrement explicité et le débat porte ensuite sur la distribution de ces prévisions. L'aspect automatique disparaît, mais la lisibilité de l'action entreprise reste intacte.

Une deuxième limite de la stratégie de ciblage de l'inflation est que l'horizon est limité par la possibilité de formuler des prévisions relativement fiables. Or les prévisions à plus d'un an sont d'une précision dérisoire⁽¹⁹⁾. Mais la politique monétaire opère sur un horizon sensiblement plus long. De plus, la stratégie ne dit rien de la vigueur de l'action à entreprendre (la modification du taux d'intérêt de référence). Lorsqu'elle décide de sa réaction, la banque centrale se retrouve face à l'arbitrage familier entre stabilité des prix d'un côté, croissance et emploi de l'autre. Cette considération montre qu'il n'y pas de véritable automatisme, et donc que la transparence n'est pas totale. La communication reste importante, même si elle est considérablement plus aisée qu'avec une autre stratégie.

(19) Il se pose aussi la question de savoir si les prévisions se font à taux d'intérêt constant ou incorporent l'évolution prévue des taux d'intérêt, c'est-à-dire les décisions futures de la banque centrale. À ce jour, seule la Réserve de Nouvelle-Zélande a adopté la stratégie de prévisions qui incorporent l'évolution prévue des taux d'intérêt, qu'elle rend publique.

Enfin, le ciblage de l'inflation risque de conduire à plus d'instabilité dans la sphère réelle et en ce qui concerne les taux de change⁽²⁰⁾. L'expérience du Canada, du Royaume-Uni et de la Suède, par exemple, indique les risques de déséquilibres du taux de change. Le risque est d'autant plus sensible que l'économie est ouverte.

Les réticences de l'Eurosystème à se laisser enfermer dans une approche mécanique sont compréhensibles, et probablement en harmonie avec l'expérience acquise : toute approche trop rigide se heurte un jour ou l'autre à des événements non anticipés qui créent une situation difficile entre maintien d'une règle contraignante et un certain degré de politique discrétionnaire⁽²¹⁾.

Une approche raisonnable serait d'adopter une stratégie *souple* de ciblage de l'inflation anticipée. Contrairement à l'approche rigoureuse, une stratégie souple de ciblage de l'inflation anticipée autorise à prendre en compte des considérations telles que les coûts d'une action trop vigoureuse, le degré d'incertitude qui prévaut, un possible mauvais alignement du taux de change, etc.⁽²²⁾. Le principal changement pour l'Eurosystème serait de cesser de faire référence aux deux piliers et, surtout, de publier ses prévisions d'inflation au rythme où il prend des décisions.

Pour mettre en œuvre une version souple du ciblage, l'Eurosystème se doit également de préciser quels sont les facteurs pris en compte pour moduler son action afin de ne pas répondre de manière purement automatique aux décalages entre ses prévisions et l'objectif. Ceci ne requiert pas des informations quantifiées mais une explication qui soit vérifiable et cohérente d'une décision à l'autre.

4.3. Quel taux d'inflation ?

La définition de la stabilité des prix adoptée par l'Eurosystème (un taux d'inflation compris entre 0 et 2 %) fait l'objet de nombreuses critiques. Les difficultés rencontrées par l'Eurosystème à maintenir le taux d'inflation dans la marge annoncée illustre bien la validité de ces critiques : à l'exception du 11 septembre, les chocs qui se sont produits pendant les trois premières années n'ont rien d'inhabituel. Trois questions appellent trois changements.

(20) L'argumentation cas en faveur du ciblage de l'inflation est habituellement établie au moyen de modèles d'économies fermées ou d'économies ouvertes qui ne prennent pas en compte les flux de capitaux. La variabilité de la sphère réelle est mise en avant par Gali et Monacelli (2000).

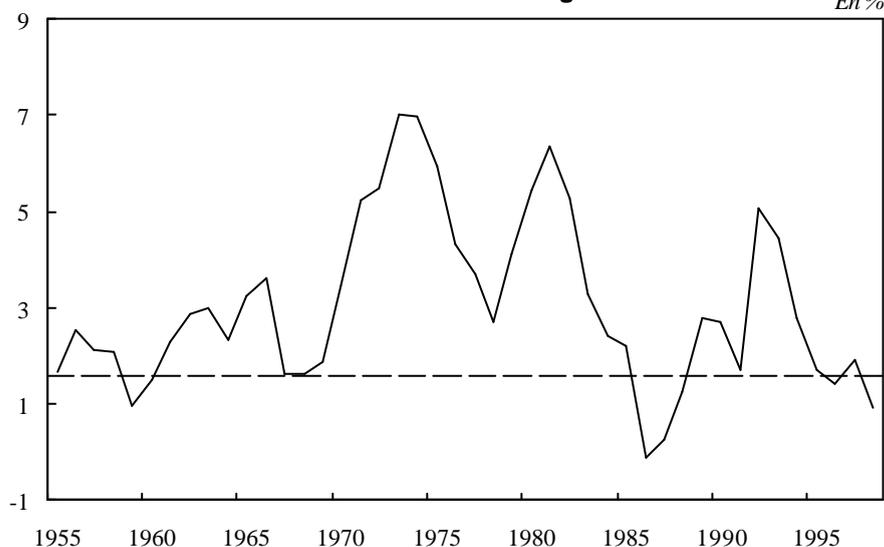
(21) Le décalage entre la littérature universitaire – qui tend à défendre la notion de règles – et les banquiers centraux – qui redoutent des contraintes trop élaborées – semble profond. Mais les travaux universitaires sous-estiment souvent de nombreux aspects (par exemple, les chocs financiers) et surestiment parfois le rôle de la réputation. Blinder et *al.* (2001) proposent une lecture plus nuancée des travaux universitaires.

(22) Svensson (1999b) développe le principe d'un ciblage souple. Une interprétation fréquente du ciblage souple est que les autorités monétaires lissent le taux de change.

Premièrement, le niveau moyen choisi semble être de 1 %, mais pourrait se situer à 1,5 % si l'on se base sur les récentes déclarations du Président de la BCE : « *The ECB's definition followed on from, and is, in fact, fully consistent with, definitions adopted by national central banks in the Euro area prior to Stage Three of EMU. For example, the Deutsche Bundesbank, in setting its monetary target for 1997-1998, adopted a medium-term price assumption of 1.5 to 2%. (...) the Treaty mandate of maintaining price stability, for sound economic reasons, does not allow us to exclude, in an arbitrary manner, low positive numbers for increases in the price level from the definition of price stability. In this sense, it would not have been appropriate to exclude inflation rates below a certain value, say 1.5%, from the definition of price stability*⁽²³⁾ », Lettre à la Présidente du Comité des Affaires économiques et monétaires du Parlement européen, 16 octobre 2001.

Ce taux est remarquablement bas. Ainsi, de 1955 à 1998, l'Allemagne n'a connu un taux d'inflation inférieur à 1,5 % que durant sept des 44 années (graphique 8), et seulement 14 fois en dessous de 2 %. Une monnaie forte comme le mark s'est accommodée d'un taux d'inflation moyen de 3 %. Définir la stabilité des prix comme un objectif moyen de 3 % est donc compatible avec l'expérience acquise depuis 1955.

8. Inflation en Allemagne



Source : FMI.

(23) « La définition de la BCE est la suite des définitions adoptées par les banques centrales nationales de la zone euro avant la phase 3 de l'UEM, et est de fait totalement cohérente avec elles. Par exemple, la Bundesbank allemande, en fixant sa cible monétaire pour 1997-1998 à adopté, une hypothèse d'inflation à moyen terme de 1,5 à 2 % (...) le mandat, fixé par le traité, pour de saines raisons économiques, de maintien de la stabilité des prix, ne nous autorise pas d'exclure, de manière arbitraire, des taux de croissance faiblement positifs de la définition de la stabilité des prix. Dans ce sens, il n'aurait pas été approprié d'exclure des taux d'inflation en dessous d'une certaine valeur, disons 1,5 %, de la définition de la stabilité des prix ».

Deuxièmement, il se pose la question de savoir si l'Eurosystème devrait avoir une zone cible, comme c'est le cas actuellement puisqu'elle définit implicitement son objectif comme un taux d'inflation compris entre 0 et 2 %, ou s'il serait préférable d'annoncer un objectif central et une marge de tolérance, comme le font la Banque d'Angleterre et la Riksbank suédoise. La distinction est de peu d'importance pratique et d'une portée symbolique limitée.

4.4. Quelle marge de manœuvre ?

Plus important est le choix de la largeur de la zone ou de la marge de tolérance. Entre 1955 et 1998, l'écart-type du taux d'inflation allemand est de 1,76 %. Autrement dit, en théorie⁽²⁴⁾, on peut s'attendre à ce que l'inflation se situe dans une plage de 3,52 % autour de son taux moyen dans 68 % des cas, ce qui s'est très exactement réalisé (30 années sur 44). Le tableau 5 reproduit ce raisonnement pour 11 des 12 pays membres de l'UEM (le Luxembourg qui n'avait pas de banque centrale n'est pas pris en compte). Pour chaque pays, il indique le taux moyen et l'écart-type sur la période 1955-1998, puis le pourcentage entre deux limites constituées par la moyenne plus ou moins l'écart-type. Les pourcentages sont tous proches des 68 % théoriques, 70 % en moyenne. Les marges correspondant à deux écart-types sont indiquées dans la dernière colonne. C'est bien en Allemagne qu'elle a été la plus étroite.

La leçon est que la politique monétaire ne permet pas de contenir l'inflation dans une marge aussi étroite que celle fixée par l'Eurosystème. On peut objecter que ces expériences reflètent une autre époque, où les banques centrales n'étaient que rarement indépendantes et ne partageaient pas la culture de stabilité des prix adoptée par l'Eurosystème. Cette objection s'applique difficilement à la Bundesbank. Et même si l'Eurosystème peut aujourd'hui faire mieux que la Bundesbank, il est difficile de croire que la différence sera considérable.

Avec optimisme, on peut penser qu'une marge de 3 % serait atteinte, en moyenne, deux années sur trois. Espérer faire mieux est probablement irréaliste à moins que le ciblage d'inflation ne soit conduit de façon rigide. Dans ce cas, il faudrait s'attendre à une variabilité élevée de la sphère réelle et du taux de change, ce qui ne paraît pas socialement désirable.

La conclusion est qu'un objectif d'inflation compris entre 1,5 et 4,5 % (ou 1 et 4 %) constitue une définition plausible de la stabilité des prix, réalisable suffisamment fréquemment pour assurer la crédibilité de la politique monétaire.

(24) On suppose que le taux d'inflation est normalement distribué autour de sa moyenne (3,04 %) avec un écart-type de 1,76 %. Cette hypothèse est justifiée par la loi des grands nombres.

5. Taux d'inflation entre 1955 et 1998

En %

	Moyenne	Écart-type	Moyenne - 1 écart- type	Moyenne + 1 écart- type	Pourcentage des inflations entre ces deux bornes	Largeur de la marge de confiance à 68 %
Allemagne	3,0	1,8	1,28	4,80	68	3,5
Autriche	3,8	2,1	1,68	5,86	73	4,2
Belgique	4,0	3,0	0,97	7,00	77	6,0
Espagne	8,8	5,4	3,40	14,11	68	10,7
Finlande	6,3	4,6	1,71	10,82	64	9,1
France	5,6	4,1	1,52	9,64	75	8,1
Grèce	10,5	8,1	2,38	18,59	57	16,2
Irlande	6,8	5,7	1,03	12,51	77	11,5
Italie	7,3	5,7	1,57	13,03	73	11,5
Pays-Bas	4,0	2,7	1,33	6,67	68	5,3
Portugal	10,3	8,6	1,68	18,90	66	17,2

Source : Calculs de l'auteur.

5. Conclusions

Le fait que, par ses décisions, l'Eurosystème a pratiquement réalisé un « sans-faute » durant ses trois premières années est évidemment la première conclusion qui émerge de ce rapport. Mais le contexte est troublant et semble réduire l'efficacité de la politique monétaire tout en suscitant une critique qui rend la communication malaisée.

Le point focal des difficultés rencontrées par l'Eurosystème est, sans aucun doute, sa stratégie de politique monétaire à deux piliers. Cet héritage malencontreux peut, après un intervalle de temps désormais suffisant, être abandonné au profit de l'adoption d'une stratégie plus en ligne avec les connaissances acquises depuis une dizaine d'années. L'Eurosystème se doit d'adopter une approche classique : un objectif, la stabilité des prix ; des indicateurs qui prédisent l'inflation future, y compris les prévisions des membres de son comité décisionnel ; et un instrument, le taux d'intérêt à court terme, le dispositif actuel étant satisfaisant.

La stabilité des prix est l'objectif principal, mais pas unique, de l'Eurosystème. Pour pouvoir se consacrer à sa mission, l'Eurosystème doit adopter une définition de la stabilité des prix qui soit précise et réalisable. La définition actuelle est trop basse, la marge de flexibilité excessivement étroite, et l'horizon indéfini. Une définition raisonnable serait un taux d'inflation compris entre 1 et 4 %, associé à un horizon de deux ans.

La stratégie de ciblage d'inflation, très en vogue actuellement, présente des avantages importants, mais aussi des inconvénients non négligeables. Un ciblage souple, qui associe la publication en temps réel des prévisions des membres du comité décisionnel à la prise en compte explicite des coûts d'une action rapide, semble un compromis acceptable entre la pratique actuelle de l'Eurosystème et la stratégie stricte de ciblage d'inflation.

Chapitre 4

Prise de décision et communication

Ce chapitre s'intéresse à la manière dont fonctionne l'Eurosystème, comment il prend ses décisions et communique son raisonnement. La première section décrit la difficulté fondamentale à conduire une politique monétaire unique commune à des états souverains. Cette difficulté a été résolue en partie par l'adoption de structures fédérales, et en partie en cultivant un certain nombre d'ambiguïtés qui se révèlent autant de sources de conflits latents et d'inefficacités. La section suivante propose sept critères qui permettent d'envisager diverses solutions pour améliorer la prise de décision. L'accent est mis sur les difficultés à mener un débat ouvert et approfondi au sein du Conseil des Gouverneurs qui rassemble 18 personnes et fonctionne, officiellement du moins, sur le principe du consensus. La dernière section examine la stratégie de communication et la question du vote des membres du comité décisionnel. L'Eurosystème a de bonnes raisons de ne pas vouloir publier les minutes des réunions du Conseil des Gouverneurs, mais il ne pourra pas ne pas améliorer significativement la transparence de ses débats et de son raisonnement.

1. L'ambiguïté fondamentale

Du fait de son caractère semi-fédéral, l'Eurosystème est doté d'une structure de prise de décision particulière, un Conseil des Gouverneurs qui inclut le Directoire de la BCE, basé à Francfort, et les Gouverneurs des banques centrales nationales qui opèrent dans leurs capitales respectives. Cet arrangement n'est pas sans rappeler celui de la Réserve fédérale (son Comité fédéral du Marché monétaire ou FOMC comprend les membres du *Board* et, par rotation, les Présidents des Réserves régionales). Il est surtout très proche de celui de la Bundesbank (le Conseil réunit le Directoire et les Présidents des banques régionales). La principale différence visible est sa taille, aujourd'hui de 18 membres (mais qui augmentera automatiquement, sauf modification des règles actuelles, à chaque nouvelle adhésion) contre 12 pour le FOMC et 16 pour le Conseil de la Bundesbank.

Derrière les statuts, cependant, se dissimule une réalité plus complexe. Dans les cas de la Réserve fédérale et de la Bundesbank, le Président est

clairement un *primus inter pares*, doté d'une influence prépondérante, en partie du fait qu'il bénéficie d'un flux d'informations privilégié – au sein de la Fed, seul le Président peut demander des études aux services spécialisés de la banque. Ce n'est pas le cas au sein de l'Eurosystème où le *chief economist* est la personne qui est au centre des analyses produites par le staff. La raison peut être une simple question de personnalités, mais le caractère international du système peut aussi imposer ses contraintes, comme par exemple de gommer toute apparence de hiérarchie. Le résultat est l'impression que la doctrine est fluctuante.

Tout ceci pourrait paraître essentiellement mondain, il pourrait s'agir d'une difficulté passagère qui s'estompera lorsque l'institution aura acquis l'âge de maturité. Il reste néanmoins que lors des trois premières années, l'impression générale est que ces problèmes se traduisent par une politique monétaire trop lente et trop peu prévisible.

2. Sept critères pour repenser le processus de prise de décision

Une réforme du processus de décision est manifestement souhaitable, mais difficile à concevoir car elle ne peut que modifier l'équilibre soigneusement imaginé à Maastricht. La tendance naturelle est de ne pas toucher à un compromis dans la mesure où il fonctionne de manière à peu près satisfaisante. Bien que ce rapport ait souligné de nombreuses insuffisances dans ce domaine, la conclusion qu'une réforme est nécessaire est loin de faire l'unanimité. Nombreux sont ceux qui prônent la patience, ne serait-ce que pour apporter des aménagements en douceur sans remettre en cause un accord difficile à établir et, sans doute, encore plus difficile à reconstruire. Mais l'élargissement prévisible de l'UEM à une dizaine de nouveaux membres aura pour effet d'accroître au-delà du raisonnable la taille du Conseil des Gouverneurs et de rendre plus problématique encore tout accord sur une réforme du processus de décision. Même si une décision ne paraît pas encore urgente, elle est donc inévitable avant l'accession des nouveaux membres.

En raison de la complexité, administrative et politique de la question, il est souhaitable que la réflexion se développe bien à l'avance. Avant d'envisager les diverses solutions possibles, il est utile de reconnaître que le processus de décision doit répondre à un certain nombre de critères.

2.1. Taille du comité décisionnel

Il est manifestement nécessaire de réduire la taille du comité décisionnel, aujourd'hui le Conseil des Gouverneurs. L'expérience d'autres banques centrales suggère que les comités fonctionnent d'autant mieux qu'ils

sont restreints. Le tableau 6 présente un certain nombre d'exemples tirés de pays où la banque centrale semble fonctionner de manière satisfaisante. La taille du comité décisionnel reflète en général celle du pays, mais celle du Conseil des Gouverneurs de l'Eurosystème est clairement anormale. L'expérience des divers conseils suggère qu'une taille inférieure à dix membres est plus satisfaisante (le FOMC de la Réserve fédérale est connu pour une certaine lourdeur compensée par un président puissant).

6. Taille de quelques comités de la politique monétaire

	Nombre de membres
Royaume-Uni	9
Australie	9
Canada	7
Chili	5
États-Unis	12
Zone euro	18
Japon	9
Suède	6
Suisse	3
Nouvelle-Zélande	1 ^(*)

Note : (*) Le gouverneur prend seul les décisions après consultation d'un comité comprenant six membres.

Source : JP Morgan, *Guide to Central Banking*, mars 2000.

2.2. Stabilité du comité décisionnel

Le deuxième critère, dérivé du premier, est un critère de stabilité vis-à-vis de tout élargissement de l'UEM. Étant donné que la taille de l'UEM est appelée à s'accroître dans les années à venir, il ne servirait pas à grand chose de réduire la taille du comité décisionnel de l'Eurosystème pour la voir augmenter par la suite.

2.3. Fluidité des échanges

Le troisième critère est celui de la capacité du comité à fonctionner de manière relativement fluide grâce à la fréquence des échanges informels entre ses membres. Le Conseil des Gouverneurs de l'Eurosystème souffre clairement de la localisation externe des douze gouverneurs des banques centrales nationales.

2.4. Éviter l'écueil national

Le quatrième critère est celui de la non-influence de la nationalité des membres du Conseil sur la prise de décision. Dans la mesure où l'Eurosystème est un système de nature fédérale, la présence de « délégués » nationaux est une source importante de difficultés. C'est l'une des raisons pour lesquelles la publication de minutes n'est pas souhaitable (ce point est abordé dans la section suivante). C'est aussi une source de tensions au sein du Conseil des Gouverneurs, où certains membres s'autocensurent car ils redoutent d'exprimer des points de vue « nationalistes ». En contrepartie, dans la mesure où, en Europe, la légitimité découle du niveau national, toute solution qui écarte certains pays du comité risque d'être difficile à faire accepter à ces pays. Des solutions peuvent cependant être apportées à ce dernier problème, par exemple en renforçant le pouvoir du Parlement Européen.

2.5. Les grands et les petits pays

Le cinquième critère est un critère d'acceptabilité vis-à-vis des petits comme des grands pays. Toute déviation vis-à-vis du principe « un pays, une voix » nécessite que des choix soient faits. L'expérience montre que les grands pays utilisent souvent leur poids pour s'appropriier les sièges. C'était le cas du premier Directoire de la BCE où chacun des grands pays était représenté (même si ce n'est pas le cas pour le second). Le conflit entre grands et petits pays est latent dans toutes les institutions européennes.

2.6. Une réforme faisable

Le sixième critère est celui de la faisabilité de la réforme. Le Traité de Nice a explicitement prévu qu'une modification des instances dirigeantes de l'Eurosystème peut se faire sans passer par une conférence intergouvernementale. Cette clause ouvre la porte d'une solution « légère » mais qui nécessite ratification⁽²⁵⁾.

2.7. Responsabilité démocratique

Le dernier critère est clair et essentiel. L'Eurosystème doit répondre aux accusations actuelles, fondées ou non, qu'il n'est pas suffisamment responsable devant les citoyens ou leurs représentants élus. C'est une question

(25) Le Traité de Nice (non encore en vigueur) a introduit l'amendement suivant à l'article 10 des Statuts du SEBC et de la BCE : « L'article 10.2 peut être modifié par le Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de Gouvernement, statuant à l'unanimité, soit sur recommandation de la BCE et après consultation du Parlement européen et de la Commission, soit sur recommandation de la Commission et après consultation du Parlement européen et de la BCE. Le Conseil recommande l'adoption de ces modifications par les États membres. Ces modifications entrent en vigueur après avoir été ratifiées par tous les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles respectives. Une recommandation faite par la BCE en vertu du présent paragraphe requiert une décision unanime du conseil des gouverneurs ».

difficile pour toute banque centrale, car il s'agit de trouver un équilibre délicat entre indépendance et contrôle démocratique.

La solution habituelle est de confier ce contrôle au parlement. Celui-ci doit alors avoir un pouvoir réel pour censurer la banque centrale si celle-ci ne se conforme pas à la volonté démocratique. Mais il faut alors éviter l'écueil d'une forte politisation de la politique monétaire. La solution adoptée aux États-Unis est de permettre au congrès de modifier les statuts de la banque centrale, ce qui établit clairement une hiérarchie et représente un moyen de contrôle tangible. Le caractère exceptionnel de cette mesure, d'un autre côté, permet de penser qu'elle ne sera pas mise en œuvre à la légère.

Une telle solution n'est guère possible en Europe où c'est le traité qui fixe les statuts de l'Eurosystème. Une révision de cette clause est difficilement envisageable. De plus, dans la mesure où, pour l'instant tout au moins, le parlement européen ne bénéficie que d'une légitimité limitée, cette solution devrait s'accompagner d'une réforme en profondeur de cette institution, de son mode d'élection et de ses attributions.

Une telle solution n'est pas nécessaire non plus. L'Eurosystème peut accroître sa responsabilité démocratique en communiquant plus librement et plus ouvertement. Un haut degré de transparence, y compris vis-à-vis du Parlement européen, représente la meilleure option à ce stade de développement des institutions européennes. Pour cette raison, ce critère n'est pas appelé à jouer un rôle central dans le choix d'une meilleure structure de prise de décision, et n'est pas pris en compte pour comparer les diverses solutions qui suivent.

3. Trois solutions pour une meilleure prise de décision

Ces six critères permettent d'envisager un certain nombre de solutions. Le tableau 7 (page suivante) résume les performances des configurations possibles vis-à-vis des six critères développés ci-dessus.

3.1. Délégation au Directoire

Une première possibilité est de déléguer la conduite de la politique monétaire au Directoire. Dans cette configuration, le partage des tâches entre le Directoire et le Conseil des Gouverneurs est formellement clair : l'autorité suprême est confiée au Conseil des Gouverneurs qui délègue au Directoire la mise en œuvre de ses décisions. Mais le champ de la délégation n'est pas précisé et peut évoluer. Il est tout à fait possible que le Conseil des Gouverneurs ne fixe que les grandes orientations de la politique monétaire et délègue au Directoire la responsabilité de la gestion au jour le jour. C'est, en partie, le modèle adopté aux États-Unis où le FOMC est largement en

charge de la politique monétaire. Une telle solution respecte quatre des six critères énumérés ci-dessus :

- la taille du comité décisionnel sera ainsi ramenée à six (critère 1) ;
- la question de la taille du comité décisionnel est réglée une fois pour toutes (critère 2). Les élargissements ultérieurs de l'Eurosystème n'affecteront pas la taille du Directoire puisqu'elle est fixée à six membres par le Traité de Maastricht ;
- le Directoire a vocation à fonctionner de manière homogène. Ses membres sont tous localisés à Francfort et peuvent donc échanger leurs points de vue en continu (critère 3). Des échanges de vue informels avant la réunion sont hautement désirables et sont naturels au sein du Directoire ;
- formellement, et c'est un autre avantage, il ne s'agit pas de représentants nationaux, les membres du Directoire étant nommés à titre personnel (critère 4).

7. Comparaison des diverses configurations

	Statu quo	Directoire	Rotation	Circonscriptions
1. Taille	-	+	+	+
2. Stabilité après élargissements	-	+	-	+
3. Relations informelles	-	+	+/-	-
4. Caractère non national	-	+	+/-	+
5. Conflit grands/petits pays	+	-	+	+/-
6. Réforme sans traité	+	+/-	+	-

Notes : (+) Le critère est vérifié ; (-) Le critère n'est pas vérifié.

Le critère cinq n'est quant à lui clairement pas respecté : seuls six pays seront « représentés » au sein du comité décisionnel, et les petits pays risquent d'en faire les frais. Même si les grands pays sont aujourd'hui massivement représentés au Directoire, il n'en reste pas moins que la nomination des membres du Directoire est plus aisée lorsque le Conseil des Gouverneurs joue le rôle principal. On retrouve ici la difficulté à conjuguer efficacité du mode de prise de décision et caractère ambigu, semi-fédéral, des institutions européennes, y compris l'Eurosystème. Une solution, partielle, à ce problème est que les membres du Directoire ne soient pas choisis parmi des représentants officiels tels que banquiers centraux ou hauts fonctionnaires. Dans de nombreux pays, les membres du comité de la politique éco-

nomique sont souvent choisis parmi des experts ou les représentants de groupes socio-économiques⁽²⁶⁾.

C'est cependant le critère six qui est le plus problématique. Certes le Traité d'Amsterdam prévoit la possibilité que le Conseil des gouverneurs délègue, pour une durée limitée, ses pouvoirs au directoire. Cette possibilité interdit donc, *de jure*, une délégation générale de la conduite de la politique monétaire au Directoire. Elle n'interdit pas, *stricto sensu*, au Conseil une délégation répétée, pour des périodes limitées dans le temps, du pouvoir de fixation des taux. La sécurité juridique de ce qui ne pourrait constituer qu'une simple *pratique*, nécessiterait cependant à terme une modification au Traité (*cf.* sur ce point, pour plus de précision, le complément A de Jean-Victor Louis).

3.2. Rotation

Il est également possible de confier la politique monétaire à un comité dont la taille est fixée à l'avance et qui inclurait le Directoire et un nombre restreint de gouverneurs qui siègeraient à tour de rôle. C'est ainsi que fonctionne le FOMC aux États-Unis : il comprend douze membres, les sept membres du *Board*, le Président de la Fed de New York et, par rotation annuelle, quatre des Présidents des onze autres Fed régionales.

Cette approche est cohérente avec les dispositions du Traité de Nice quand il aura été adopté par l'ensemble des États membres, puisqu'il ouvre la voie à une modification « légère » de l'article 10-2 des statuts de la BCE. Or cet article traite entre autres du principe « un pays, une voix » qui préside actuellement à la composition du Conseil des Gouverneurs (*cf.* complément A de Jean-Victor Louis).

Cette approche répond bien aujourd'hui au critère de la taille (critère 1). Elle résout assez largement la question de la représentation nationale (critère 4) et est acceptable par les petits comme les grands pays (critère 5). À un moment donné, un certain nombre de pays ne seront pas représentés au sein du comité de la politique monétaire, mais leur tour viendra à une fréquence déterminée par la taille du comité et le nombre de pays membres de l'UEM. La taille du Comité ne sera pas *automatiquement* augmentée lors de chaque élargissement de l'UEM (critère 2). Mais, et c'est un inconvénient, il pourra devenir difficile de résister à un accroissement de la taille du comité lors d'importants élargissements. Chaque élargissement réduira la fréquence à laquelle chaque gouverneur siège au comité décisionnel et, de ce fait, créera des pressions pour en augmenter la taille.

Un autre inconvénient est que le comité ne pourra pas fonctionner de manière parfaitement homogène puisque certains de ses membres ne seront pas localisés à Francfort (critère 3).

(26) On peut noter que Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale, est un ancien universitaire, ainsi que plusieurs membres du FOMC. Si le Gouverneur de la Banque d'Angleterre est issu des rangs de la banque, les autres membres du Comité de la politique monétaire sont des anciens universitaires ou issus du monde financier ou des affaires. L'Eurosystème est atypique dans le monde des banques centrales.

3.3. Les circonscriptions

Une troisième solution est toujours de constituer un comité de la politique monétaire dont la taille est fixée à l'avance, mais de le doter d'une autre règle pour en choisir les membres. Outre les membres du Directoire, le comité comprendrait un nombre fixe de gouverneurs choisis chacun au sein du même nombre de circonscriptions. Les circonscriptions seraient déterminées en fonction d'affinités géographiques (ou autres), et auraient approximativement toutes le même poids (calculé à partir de la clé de répartition des résultats de l'Eurosystème). Ce système s'inspire de celui qui a été choisi pour les institutions de Bretton Woods. Vis-à-vis des critères retenus ici, ce système présente autant d'avantages que d'inconvénients.

Le premier avantage est bien de réduire la taille du comité décisionnel (critère 1). Le deuxième avantage est que cette réduction sera quasi-définitive, car le système de circonscriptions est suffisamment souple pour accueillir de nouveaux membres (critère 2). Le dernier avantage est d'assurer un traitement logique de la taille des pays. Dans le système actuel, les petits pays sont sur-représentés au Conseil des Gouverneurs, même si les grands pays ont *de facto* deux représentants. Le système de rotation prolongerait, en l'atténuant, cet aspect alors que déléguer la responsabilité de la politique monétaire au Directoire, la première solution présentée ci-dessus, risque d'exclure les petits pays (critère 5). Il n'en reste pas moins que si les circonscriptions se bâtissent autour d'un grand pays, les petits pays auront fort peu de chances d'être présents au comité de la politique monétaire.

Le premier inconvénient est que certains membres du comité ne seront pas basés à Francfort, ce qui réduira la qualité de la préparation informelle de la prise de décision (critère 3). Le deuxième inconvénient (critère 4) est qu'un tel système renforcera le caractère de « délégué » des membres du comité qui ne sont pas issus du Directoire. Ils seront naturellement amenés à consulter leurs mandants et ne pourront pas ignorer les instructions reçues. Cela pourrait conduire à un durcissement des positions et à une certaine nationalisation de la politique monétaire.

Le troisième inconvénient est qu'un tel système doit être formalisé, ce qui pourrait demander une modification du traité (critère 6). De plus, cela représenterait un changement profond par rapport à la manière dont fonctionnent les institutions européennes. Les difficultés à adapter la composition de la Commission à la taille de l'Union suggèrent qu'un tel changement ne sera pas facile à adopter.

4. La voie étroite entre fédéralisme et réalisme

En définitive, une adaptation du système de prise de décision est inéluctable, et le choix de la solution dépend de l'importance attachée au principe de représentation nationale, y compris en ce qui concerne l'équilibre entre grands et petits pays. L'Eurosystème ne cesse de proclamer que les gouver-

neurs de banques centrales nationales ne siègent pas en tant que représentants de leurs pays et n'interviennent pas à ce titre dans les délibérations du Conseil des Gouverneurs. Il est probable que, de ce point de vue, l'Eurosystème a déjà intégré la dimension fédérale de son rôle. Il n'est pas certain, cependant, que les gouvernements – et les opinions publiques – aient eux aussi franchi le pas. Le choix d'une adaptation du mode de prise de décision exigera donc de balancer l'exigence d'efficacité et les préoccupations de représentation nationale. L'histoire du processus d'intégration européenne laisse craindre que la solution finalement retenue ne sera ni la plus efficace, ni la plus élégante.

4.1. Améliorer la communication

La faiblesse de la communication de l'Eurosystème est intimement liée à la stratégie adoptée. Une stratégie de ciblage flexible de l'inflation est, par définition, facile à présenter et justifier. Les raisons pour lesquelles la cible peut ne pas être atteinte peuvent être décrites en termes généraux, et la mise en œuvre de la flexibilité ainsi acquise soigneusement expliquée au cas par cas.

Un autre débat concerne la manière dont le comité décisionnel révèle ses débats internes. L'Eurosystème a décidé de ne pas publier de minutes avant un délai considérable (60 ans, comme la Bundesbank). Parmi les banques centrales des pays développés, il s'agit d'une position extrême. La Réserve fédérale publie les minutes du FOMC dans un délai de 5 à 8 semaines (la règle est : juste après la réunion qui suit), la Banque d'Angleterre le fait 13 jours plus tard, le délai pour la Banque du Japon est d'un mois, et il est de 2 à 4 semaines pour la Riksbank suédoise.

Pour justifier sa décision, l'Eurosystème a évoqué plusieurs arguments importants (Issing, 1999). Tout d'abord, les minutes ne sont jamais publiées *verbatim*. Elles peuvent être plus ou moins profondément édulcorées, et de ce fait peu, ou pas du tout, informatives. L'Eurosystème considère que la pratique qu'il a adoptée, une conférence de presse mensuelle immédiatement après la réunion du Conseil des Gouverneurs, offre plus d'informations plus vite. En principe, ce pourrait être le cas. Mais ces conférences de presse sont considérées comme peu informatives parce que le Président se contente d'annoncer la décision prise – toutes les banques centrales annoncent leurs décisions immédiatement, dorénavant – et fournit des explications stéréotypées, toujours fondées sur l'inexplicable stratégie à deux piliers.

L'Eurosystème observe également qu'une banque centrale multinationale doit gérer sa communication avec plus de prudence qu'une banque centrale nationale. Cet argument est important, particulièrement durant les premières années d'existence de l'UEM. Les interprétations nationales de la politique monétaire divergent sensiblement et les oppositions à l'UEM restent sensibles dans tous les pays membres. Il est probable que cet aspect va s'estomper progressivement au fil du temps et qu'un jour l'Eurosystème

pourra révéler plus d'informations personnalisées sans crainte d'être mal compris ou mal interprété.

Cependant, si les informations personnalisées sont effectivement délicates, il n'en est pas de même pour ce qui est de la substance des débats. Un communiqué peut expliquer la décision qui vient d'être prise en présentant, sans les attribuer à leurs auteurs, les arguments qui ont été débattus, le pour et le contre. L'intérêt de révéler de tels échanges est d'éclairer avec précision la logique telle qu'elle a prévalu, et donc de communiquer la manière dont la stratégie annoncée est appliquée. Une telle approche aurait aussi l'avantage d'inciter les membres du comité décisionnel à s'exprimer librement. Actuellement, la recherche du consensus semble étouffer les débats.

Ce point soulève une autre question controversée : le vote du comité décisionnel. Alors que le Traité de Maastricht spécifie que les décisions sont prises par vote, le Conseil des Gouverneurs a toujours indiqué qu'il procède par consensus. Comme il est hautement probable que différentes opinions existent dans un domaine où les choix sont rarement simples, le consensus ne peut être que formel. Ceci signifie que les minorités sont priées de se ranger à l'avis de la majorité. Non seulement une telle approche crée de nombreuses difficultés, mentionnées au chapitre 1, mais elle pèse sur la communication. Au-delà des fuites et des déclarations contradictoires qui ont émaillé les trois premières années de l'Eurosystème, par définition, le principe du consensus ne permet pas de rendre compte des débats. Il occulte aussi le degré d'incertitude qui caractérise la situation. Comment distinguer, en effet, les cas où l'orientation de la politique monétaire est claire et donc stable, de ceux où l'incertitude, et donc les désaccords qu'elle génère, peut amener une inflexion ? D'autres banques centrales publient le résultat des votes et elles fournissent ainsi, en respectant l'anonymat des votants, une information qui se révèle toujours utile pour les marchés financiers dont le rôle est précisément d'évaluer l'incertitude et d'y attacher un prix.

La communication de l'Eurosystème gagnerait donc clairement en efficacité et en transparence si les décisions étaient prises par vote, et si le résultat du vote était promptement annoncé, après une explication des options envisagées et des arguments avancés.

5. Conclusions

La taille du Conseil des Gouverneurs est excessive, et les futurs élargissements vont aggraver la situation. L'objectif doit être de réformer la structure du comité décisionnel afin que sa taille soit fixée de manière définitive, et n'excède pas dix membres, et si possible moins. Diverses solutions sont possibles, toutes imparfaites, mais toutes préférables à la situation actuelle. La solution de délégation au Directoire des décisions concrètes de

politique et la solution de la rotation sont les deux solutions préférables. La première a pour elle l'efficacité économique, mais l'inconvénient majeur d'une grande fragilité juridique. La seconde n'a pas cet inconvénient, mais elle n'a pas non plus la même efficacité économique.

Enfin, la stratégie de communication doit être repensée. L'adoption d'une stratégie souple de ciblage d'inflation, à elle seule, simplifiera considérablement la communication. Mais l'Eurosystème doit aller vers plus de transparence. La publication de minutes n'est pas recommandée, pour l'instant, mais il est hautement désirable que soit présentée la substance des discussions. Une banque centrale ne peut se contenter d'annoncer et de justifier ses décisions, comme c'est le cas de l'Eurosystème actuellement. Elle doit faire partager ses interrogations, et révéler la difficulté et l'incertitude de ses choix. Une telle approche est nécessaire, non seulement par souci de responsabilité démocratique, mais aussi pour accroître l'efficacité de la politique monétaire.

Chapitre 5

Coordination des politiques macroéconomiques

Introduction

La création de la Monnaie unique a profondément modifié la question de la coordination des politiques macroéconomiques. Au niveau national, le dialogue, formel et informel, entre gouvernement et banque centrale offre le cadre nécessaire pour coordonner les politiques budgétaire et monétaire. Le transfert au niveau européen des compétences en matière monétaire limite les relations entre gouvernement et banque centrale nationale à un échange d'informations, utile certes mais très en retrait d'une véritable coordination qui implique négociation et compromis.

C'est donc au niveau européen, seulement, que peut prendre place la coordination des politiques macroéconomiques. Mais la situation se complique considérablement du fait qu'elle implique désormais plusieurs gouvernements. En réalité, deux types de coordinations deviennent souhaitables : la coordination politique budgétaire/politique monétaire entre l'ensemble des gouvernements et l'Eurosysteme, d'une part, et la coordination entre les politiques budgétaires nationales menées par les différents gouvernements, d'autre part.

La situation est inédite. Elle soulève un grand nombre de questions sur lesquelles, naturellement, les réponses divergent. Ce chapitre évalue brièvement le débat en cours. Une analyse plus poussée exigerait, en particulier, un examen approfondi du Pacte de stabilité et de croissance qui dépasse le champ de cette étude.

1. Coopération entre politiques budgétaire et monétaire

1.1. Principes

La relation entre les deux instruments de la politique macroéconomique peut être abordée sous trois angles différents :

- à long terme, la politique monétaire affecte uniquement le taux d'inflation (et l'ensemble des variables nominales), alors que la politique budgétaire détermine le niveau d'endettement de l'État, le rôle et l'importance du secteur public, et le poids et la structure de la fiscalité, et par là les variables réelles ;

- à court terme, si la banque centrale contrôle complètement le taux d'intérêt du marché monétaire, les autres variables qui assurent la transmission de la politique monétaire, telles que le taux de change et les taux longs, sont également affectées par les choix de politique budgétaire ;
- à moyen terme, le niveau de l'activité économique et le taux d'inflation résultent du « *mix* » budgétaire-monétaire.

Alors qu'il y a dichotomie à long terme, les interférences sont donc nombreuses dans le court (moins d'un an) et moyen (de un à trois ans) termes. Ces interférences impliquent qu'une coordination entre politique budgétaire et politique monétaire est désirable. Est-elle possible ? En pratique, les possibilités sont limitées, et elles le sont encore plus dans l'UEM. En effet, une étroite coopération soulève à la fois des questions techniques et politiques.

1.2. Difficultés techniques

La politique monétaire agit lentement et de manière relativement prévisible, et peut être conduite à haute fréquence puisqu'une banque centrale peut agir aussi souvent qu'elle le souhaite. La politique budgétaire agit relativement rapidement mais ses effets sont souvent incertains⁽²⁷⁾. De plus, la politique budgétaire ne peut être menée qu'à relativement basse fréquence puisqu'elle dépend d'un lourd processus de contrôle démocratique qui requiert l'assentiment du parlement.

Le contraste entre les rapidités d'action illustre une difficulté fondamentale de la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire. Ce contraste ne doit pas être exagéré, cependant. Même si elle le peut, une banque centrale ne change pas d'avis tous les jours. En réalité, la politique monétaire semble passer par des phases relativement lentes, de un à trois ans, de restriction et de détente. Ces phases correspondent au rythme des fluctuations cycliques du niveau d'activité et de l'inflation. Cependant, ce qui compte, c'est la rapidité de réaction. Alors que la politique monétaire peut réagir en temps réel à un retournement de conjoncture, le délai de réaction de la politique budgétaire est lent, de quelques mois à un an. De plus, les effets de la politique monétaire sont relativement bien estimés, ce qui n'est pas le cas de la politique budgétaire.

Enfin, les effets de la politique budgétaire sur les variables d'intérêt pour la banque centrale (taux d'intérêt et taux de change) sont mal connus. Or on sait bien (Frankel et Rockett, 1988) qu'une coordination basée sur une mauvaise connaissance des mécanismes de transmission peut se révéler contre-productive.

(27) Sur ce point, voir l'évaluation de Blanchard et Perotti (1999).

Pour ces raisons, il est généralement admis à présent (Taylor, 2000) que l'essentiel de l'action de stabilisation conjoncturelle doit être mené au moyen de la politique monétaire, la politique budgétaire n'intervenant – hors jeu des stabilisateurs automatiques – qu'en appui lorsque les marges de manœuvre de la politique monétaire apparaissent épuisées. Cela signifie qu'un certain degré de coordination est souhaitable, mais qu'une telle coordination relève plus de l'échange d'informations que de la véritable négociation.

1.3. Difficultés politiques

Une autre série de difficultés trouve son origine dans les effets à long terme des politiques macroéconomiques. Comme il a été noté dans les chapitres précédents, la mission fondamentale de la politique monétaire est d'assurer un bas taux d'inflation. De ce fait, une banque centrale est moins sensible aux fluctuations cycliques qu'un gouvernement, toujours à l'écoute de son opinion publique. Les traditionnelles frictions entre un gouvernement et sa banque centrale servent à illustrer les limites de la coordination entre politique monétaire et politique budgétaire.

Inversement, et non moins traditionnellement, la dette publique est la conséquence à long terme des actions des gouvernements. Les banques centrales voient toujours une dette publique élevée comme une source de difficultés car elle affecte la stabilité des marchés financiers, et donc le taux d'intérêt à long terme, ainsi que le taux de change, qui sont des canaux de transmission de la politique monétaire. Or, à court terme, il est naturel pour un gouvernement de se préoccuper de l'activité économique et de l'emploi, et de prêter peu d'importance à la dette à long terme, qui sera assumée par d'autres gouvernements futurs.

Enfin, la politique budgétaire assure de nombreuses fonctions micro-économiques (redistribution, services publics, actions structurelles, etc.). Un gouvernement se trouve souvent confronté à divers arbitrages, notamment entre ses actions micro et macroéconomiques. Même si, en principe, il perçoit bien l'intérêt qu'il y aurait à coordonner sa politique budgétaire avec la politique monétaire, ses choix sont souvent complexes, en partie motivés par de légitimes considérations politiques, voire électorales. Rien n'indique que les considérations macroéconomiques doivent dominer, du moins bien sûr, tant que les grands équilibres sont assurés⁽²⁸⁾.

1.4. Pratique : la BCE en retrait

De manière générale, les relations entre les deux autorités qui mènent la politique macroéconomique sont caractérisées par des incompatibilités techniques et des conflits d'intérêts récurrents. En théorie, ces sources de conflits devraient être abordées sous l'angle de la coordination. En pratique, au

(28) Il est peut-être utile de noter que la discipline budgétaire, l'un des grands équilibres fondamentaux, est une notion intertemporelle : ce n'est pas l'équilibre budgétaire d'une année particulière qui compte, mais la succession d'excédents et de déficits sur longue période, qui détermine l'évolution de la dette publique.

mieux, la solution prend la forme de consultations fréquentes et ouvertes, et non pas d'une coopération complète.

La situation est encore plus délicate en UEM du fait qu'il existe une banque centrale et douze gouvernements. Il s'ensuit une lourdeur institutionnelle peu propice à des consultations fréquentes et ouvertes. De telles consultations ont lieu entre le Président de la BCE et le Président en exercice du Conseil des ministres de l'Économie et des Finances, mais dans le cadre très formel de l'Eurogroupe.

Une première raison pourrait être le principe de rotation biannuelle de la présidence européenne. Dans la mesure où l'alchimie personnelle joue un rôle dans les contacts, il est clair qu'il est malaisé de recommencer à bâtir des relations de travail tous les six mois, ce qui est le cas si le président du Conseil Ecofin assure la représentation gouvernementale. Mais il apparaît que la BCE ne souhaite pas développer de tels contacts, même informels. La raison est que la BCE tient à préserver son indépendance, en particulier l'article 108 du Traité. La raison est que la BCE tient à préserver son indépendance, qu'elle tient de l'article 108 du Traité : « Dans l'exercice des pouvoirs et dans l'accomplissement des missions et des devoirs qui leur ont été conférés par le présent traité et les statuts du SEBC, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des États membres ou de tout autre organisme. Les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des États membres s'engagent à respecter ce principe et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE ou des banques centrales nationales dans l'accomplissement de leurs missions ».

Refuser des contacts réguliers avec les gouvernements, ou leurs représentants, représente une interprétation restrictive et quelque peu frileuse du traité. Une banque centrale peut d'autant mieux conduire un dialogue suivi et ouvert avec son ou ses gouvernements qu'elle est indépendante. C'est là le minimum et le maximum de ce qui peut être fait.

2. Coopération entre politiques budgétaires

2.1. Principes

Le passage à la monnaie unique change la situation de deux manières contradictoires. D'une part, la perte de l'instrument monétaire fait que la politique budgétaire est le seul instrument macroéconomique disponible au niveau de chaque État membre. D'autre part, les politiques budgétaires nationales deviennent de plus en plus interdépendantes, ce qui justifie, *a priori*, un renforcement de la coopération entre les autorités budgétaires.

Ces questions ne concernent pas directement la BCE, mais en pratique cette dernière ne se désintéresse pas des questions budgétaires pour les

raisons indiquées dans la section précédente : le *policy mix*, l'importance des dettes publiques, et l'absence d'un partenaire unique. Il n'est donc pas inutile de dresser un bilan rapide de la question⁽²⁹⁾. La coordination entre autorités budgétaires est rendue difficile par une question technique et deux questions politiques.

Techniquement, on retrouve la question de la connaissance des externalités, les effets de la politique économique d'un pays sur ses partenaires. En théorie, les canaux sont nombreux et opèrent dans des directions opposées. Une expansion budgétaire, par exemple, accroît la demande et donc les importations, ce qui se traduit par un effet expansionniste à l'étranger. Mais, à politique monétaire inchangée, une expansion budgétaire peut, en principe, faire monter le taux d'intérêt, ce qui représente un effet contractionniste. Empiriquement, il est difficile d'isoler ces différents canaux et les résultats obtenus à ce jour suggèrent que l'effet total est, au mieux, faible (Brunila, 2002). Bien sûr, ces résultats ont été établis avant la mise en place de la monnaie unique et il se peut que les externalités deviennent plus importantes, mais il est trop tôt pour le savoir. En attendant, en l'absence d'une connaissance de la direction et de la taille des externalités, il semble dangereux d'envisager une coopération approfondie.

Politiquement, la politique budgétaire est une fonction régaliennne avec un fort contenu social et politique. Or, pour être effective, la coordination requiert que chacun adapte sa politique budgétaire à l'intérêt collectif, faisant, à l'occasion, passer au second rang l'intérêt national. Il semble illusoire de penser qu'un gouvernement acceptera une telle contrainte formulée à la demande de « Bruxelles », d'autant plus que la politique budgétaire est le seul instrument macroéconomique qui reste national.

Toujours politiquement, les externalités exercées par une politique budgétaire nationale dépendent très clairement de la taille du pays : si les actions budgétaires du Luxembourg sont peu susceptibles d'affecter les autres pays Européens, il n'en va pas de même pour ce qui est de celles initiées en France et en Allemagne. Tout effort de coordination devra prendre en compte cet aspect incontournable. Cela signifie que les grands pays seront tenus à plus de discipline collective que les petits pays, une perspective peu encourageante.

2.2. Le Pacte de stabilité et de croissance

La tension entre le désirable et le possible a été reconnue dans les diverses déclarations officielles qui ont abordé la question. Le traité considère (art. 99) « les politiques économiques [nationales] comme une question d'intérêt commun », mais la résolution de Luxembourg de 1997 met aussi l'accent sur le principe de subsidiarité.

(29) Ce débat est développé de manière détaillée par Brunila (2002), Pisani-Ferry (2002) et Wyplosz (2002). Ces contributions contiennent de nombreuses références bibliographiques très utiles pour approfondir la question.

En définitive, il est souvent admis que le Pacte de stabilité et de croissance représente la mise en œuvre de la coordination entre politiques budgétaires nationales. Il s'agit d'une interprétation quelque peu erronée. L'objectif du pacte est d'assurer la discipline budgétaire. Dans ce sens, le pacte est fondamentalement asymétrique : la lutte contre les déficits publics prend le pas sur l'utilisation cyclique de la politique budgétaire. Certes, la jurisprudence qui se met en place reconnaît le droit de laisser jouer les stabilisateurs automatiques, mais il s'agit là d'une vision minimaliste de la politique budgétaire.

Les tensions récentes et en cours témoignent bien des difficultés prévisibles. L'avertissement adressé à un petit pays en situation d'excédent budgétaire, l'Irlande, et le non-avertissement adressé à un grand pays en situation de déficit supérieur aux engagements pris, l'Allemagne, illustrent la difficulté à imposer de l'extérieur une contrainte aux politiques nationales, et le caractère asymétrique du pacte. De plus, les considérations de coordination, c'est-à-dire celles qui sont basées sur les externalités, n'ont pas joué de rôle visible dans les délibérations de l'Eurogroupe.

3. Conclusions

Les arguments économiques en faveur d'une coopération accrue, aussi bien entre autorités budgétaires et monétaires qu'entre les autorités budgétaires nationales existent, mais ils sont théoriquement et empiriquement faibles. De plus, ils se heurtent à de profondes objections de nature politique. Le jeu n'en vaut pas la chandelle, du moins à ce stade des connaissances et d'intégration économique et politique.

La France s'est distinguée au sein de l'UEM par sa demande d'instaurer un « gouvernement économique de l'Europe ». Cette approche apparaît hautement prématurée. Elle se heurte à une forte hostilité de la part de nombreux pays qui y voient deux tendances françaises caractéristiques. D'une part, ces pays craignent une dérive centralisatrice qui ferait peu de cas des intérêts locaux, en fait nationaux. En quelque sorte, il s'agirait de minimiser le rôle de la subsidiarité et de réduire le contrôle démocratique de la politique budgétaire. D'autre part, ils détectent un effort pour réduire les marges de manœuvre de la BCE : en resserrant leurs rangs, les autorités nationales pourraient utiliser la coopération entre autorités budgétaires et monétaires pour faire pression sur la BCE. En d'autres termes, la France, qui n'a pas une longue tradition d'indépendance de la banque centrale, chercherait ainsi à revenir à un schéma plus traditionnel, mais désormais très généralement abandonné. Ces interprétations prêtent sans doute plus à la France qu'elle ne possède, mais elles contribuent à entretenir un niveau élevé de méfiance. Là non plus, le jeu n'en vaut pas la chandelle.

Références bibliographiques

- Alesina A. et L.H. Summers (1993) : « Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 25(2), pp. 151-62.
- Angeloni I., B. Mojon et D. Terlizzese (2002) : « Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand? », *Document de travail de la BCE*, n° 109.
- Baltensperger E. (1999) : « Monetary Policy under Conditions of Increasing Integration (1979-1996) » in Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty Years of the Deutsche Mark*, Oxford University Press.
- Barro R. (1974) : « Are Government Bonds Net Wealth? », *Journal of Political Economy*, 82, pp. 1095-1117.
- Begg D., F. Canova, P. de Grauwe, A. Fatás et P. Lane (2002) : « Surviving the Slowdown », *Monitoring the European Central Bank*, 4, CEPR, Londres.
- Berger H., J. de Haan et S.C.W. Eijffinger (2000) : « Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence », *CEPR Discussion Paper*, n° 2353, CEPR, Londres.
- Bernanke B. et M. Gertler (1998) : « Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 27-48.
- Blanchard O. et R. Perotti (1999) : « An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output », *NBER Working Paper*, 7269.
- Blinder A. (1998) : *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Blinder A., C. Goodhart, P. Hildebrand, D. Lipton et C. Wyplosz (2001) : « How Do Central Banks Talk? », *Geneva Report on the World Economy*, 3, CEPR, Londres.
- Brunila A. (2002) : *Fiscal Policy : Co-ordination, Discipline and Stabilisation*, Note pour le Groupe d'analyse économique du Président de la Commission européenne, Bruxelles.
- Calmfors L. et J. Driffill (1988) : « Bargaining Structure, Corporatism, and Macroeconomic Performance », *Economic Policy*, 6, pp. 14-61.
- Clarida R., J. Gali et M. Gertler (1998) : « Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence », *European Economic Review*, 42(6), pp. 1033-67.

- Clower R. (1967) : « A Reconsideration of the Micorfoundations of Monetary Theory », *Western Economic Journal*, 6, pp. 1-8.
- Cukierman A. (1992) : *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Cukierman A. et F. Lippi (1999) : « Central Bank Independence, Centralization of Wage Bargaining, Inflation and Unemployment. Theory and Some Evidence », *European Economic Review*, 43, pp. 1395-1434.
- Cukierman A et A. Meltzer (1990) : « A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation Under Discretion and Asymmetric Information », *Econometrica*, 54, pp. 1099-1128.
- Cukierman A., S. Webb et B. Neyapti (1992) : « Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes », *The World Bank Economic Review*, 6 (3), pp. 353-398.
- De Grauwe P. (2000) : « Exchange Rates in Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate », *CEPR Discussion Papers*, n° 2575.
- De Grauwe P. et M. Polan (2001) : « Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? », *CEPR Discussion Paper*, n° 2841.
- Deutsche Bundesbank (2001), *The Monetary Transmission Process*, Palgrave, New York.
- Dominguez K. et J. Frankel (1993) « Does Foreign-Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect », *American Economic Review*, 83(5), pp. 1356-69.
- ECB (1999) : « The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem », *ECB Monthly bulletin*, janvier.
- Frankel J. et K. Rockett (1988) : « International Macroeconomic Coordination When Policymakers Do Not Agree on the True Model », *American Economic Review*, 78, pp. 318-140.
- Friedman M. (1968) : « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, 58, pp. 1-27.
- Galí J. et T. Monacelli (2000) : « Optimal Monetary Policy and Exchange Rate Volatility », *Université Pompeu Fabra*.
- Grilli V., D. Masciandaro et G. Tabellini (1991) : « Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries », *Economic Policy*, 13, pp. 341-392.
- Haan J. de et W. Kooi (1997) : « What Really Matters? Conservativeness or Independence? », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 200, pp. 23-38.
- Hall P.A. et R.J. Franzese Jr. (1998) : « Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage-Bargaining, and European Monetary Union », *International Organization*, 52(3), pp. 505-536.
- Ignazio A., A. Kashyap, B. Mojon et D. Terlizzese (2002) : « Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand? », *Document de travail de la BCE*, n° 109.
- Issing O. (1999) : « The Eurosystem: Transparent and Accountable or Willem in Euroland », *CEPR Policy Paper*, n° 2.

- JP Morgan (2000) : *Guide to Central Bank Watching*, JP Morgan, New York.
- Kilponen J. (1999) : « Central Bank Independence and Wage Bargaining Structure. Empirical Evidence », *Bank of Finland Discussion Paper*, 9/99.
- Kydland F.E. et E.C. Prescott (1977) : « Rules Rather Than Discretion », *Journal of Political Economy*, vol. 85, pp. 473-492.
- Lucas R. Jr. (1972) : « Expectations and the Neutrality of Money », *Journal of Economic Theory*, 1, pp. 103-24.
- Malinvaud E. (1991) : « Commentaires sur Grilli et al. », *Economic Policy*, 13, pp. 376-79.
- Modigliani F. (1971) : « Monetary Policy and Consumption » in Federal Reserve of Boston (ed.), *Consumer Spending and Monetary Policy: The Linkage*, FRB, Boston.
- Pisani-Ferry J. (2002) : *Fiscal Discipline and Policy Coordination in the Eurozone: Assessment and Proposals*, Note pour le Groupe d'analyse économique du Président de la Commission européenne, Bruxelles.
- Posen A. (1993) : « Why Central Bank Independence Does Not Cause Low Inflation: There Is No Institutional Fix for Politics » in R. O'Brien (ed.), *Finance and the International Economy*, n° 7, Oxford University Press for The Amex Bank Review, pp. 41-54.
- Posen A. (1995) : « Declarations Are Not Enough: Financial Sector Sources of Central Bank Independence » in B. Bernanke et J. Rotemberg (eds), *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, pp. 253-74.
- Rogoff K. (1985) : « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *Quarterly Journal of Economics*, 100(4), pp. 1169-89.
- Sargent T. et N. Wallace (1975) : « Rational Expectations', the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule », *Journal of Political Economy*, 83, pp. 241-54.
- Svensson L.E.O. (1999a) : « Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule », *Journal of Monetary Economics*, 43(3), pp. 607-54.
- Svensson L.E.O. (1999b) : « The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not? », *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, pp. 95-99.
- Taylor J. (1993) : « Discretion versus Policy Rules in Practice », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.
- Taylor J. (2000) : « Reassessing Discretionary Fiscal Policy », *Journal of Economic Perspectives*, 14(3), pp. 21-36.
- Tobin J. (1969) : « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, 1.
- Wyplosz C. (2002) : *Fiscal Policy: Rules or Institutions?*, Rapport au Groupe d'analyse économique du Président de la Commission européenne, Bruxelles.

La Banque centrale européenne à l'épreuve des faits

Patrick Artus

Professeur à l'École polytechnique

Introduction

Mise officiellement en place au premier janvier 1999, la Banque centrale européenne a désormais plus de trois années et demie d'existence. C'est évidemment un peu tôt pour porter un jugement définitif sur ses performances, mais suffisant pour dresser un premier bilan. C'est à quoi s'attache ce rapport.

Un premier chapitre montre que la BCE a finalement eu autant le souci de stabiliser la conjoncture économique que les autres grandes banques centrales et qu'elle n'a pas été plus lente dans ses décisions. Sa performance en matière d'inflation a été décevante, mais elle peut pour une large part être imputée à une succession de chocs défavorables. En outre, les canaux de transmission de la politique monétaire paraissent moins puissants en Europe qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni, où la présence de marchés financiers liquides et profonds assure une transmission rapide et forte des modifications de taux à court terme de la banque centrale. Le canal du taux de change ayant été débranché, en partie pour des raisons conjoncturelles (besoin de diversification des portefeuilles en Europe et attractivité de l'espace économique américain entretenue artificiellement par la bulle « Internet »), l'influence de la BCE sur les prix était sans doute, à court terme, limitée.

Le dépassement de l'objectif d'inflation pose cependant également le problème de la définition même de l'objectif. Le deuxième chapitre s'atta-

che ainsi à montrer que la BCE aurait intérêt à passer à une cible d'inflation plus large qui, sans remettre en cause la nécessité d'ancrer les anticipations, confère à la banque centrale plus de souplesse et lui permette de se couvrir efficacement contre le risque de déflation. Ce deuxième chapitre traite également de la stratégie de la BCE, en mettant plus particulièrement l'accent sur la nécessité pour les banques centrales modernes d'accorder une importance plus grande à l'évolution du prix des actifs.

Enfin, le troisième chapitre examine la perception qu'ont eue les marchés financiers du comportement de la BCE, en examinant si ses décisions ont été correctement anticipées, et quelle crédibilité anti-inflationniste elle bénéficie auprès des marchés. De manière surprenante, compte tenu des commentaires parfois peu amènes qu'a suscités la communication de la BCE, ses décisions ont en fait été mieux prévues par les marchés financiers que celles de la Fed. En revanche, sa crédibilité, telle qu'elle ressort des réactions des taux anticipés à long terme aux modifications des taux courts, n'est pas assurée.

Chapitre 1

Trois années et demie de fonctionnement de la BCE

Dresser un bilan de trois années et demie de fonctionnement de la BCE est un exercice délicat. Le recul manque forcément pour juger de l'efficacité de la jeune banque centrale et la BCE peut demander, à juste titre, à être jugée sur sa capacité à atteindre *sur le long terme* ses objectifs. L'analyse de ces trois années et demie peut néanmoins commencer à fournir de premiers indices sur la performance de la BCE, à condition bien sûr de garder à l'esprit la fragilité des conclusions qu'on peut tirer avec aussi peu de recul.

Avant d'évaluer la manière dont la BCE a traité les fluctuations conjoncturelles (section 2), la vitesse avec laquelle elle a réagi (section 3) et enfin sa performance vis-à-vis de son objectif final, la stabilité des prix (section 4), il faut signaler une difficulté particulière à laquelle elle est confrontée, à savoir l'incertitude sur les canaux de transmission de sa politique monétaire (section 1).

1. Une difficulté majeure pour la BCE : l'incertitude sur les canaux de transmission de la politique monétaire

Pour prendre de bonnes décisions, une banque centrale a besoin de porter un diagnostic pertinent sur la conjoncture et sur les perspectives d'inflation, mais aussi de savoir quel impact auront ses actions sur son objectif final. De ce point de vue, la BCE est handicapée par rapport aux autres banques centrales. Tout d'abord, le corpus empirique sur lequel elle peut s'appuyer concerne exclusivement les pays membres de la zone euro pris isolément, et non la zone euro prise comme un tout. Or, par définition, c'est dans le domaine financier que l'UEM est le plus susceptible d'entraîner des modifications structurelles importantes et donc d'affecter les canaux de transmission de la politique monétaire.

Même si on néglige ces changements, l'incertitude sur la capacité de la banque centrale à affecter l'inflation dans les pays européens est plus grande que pour la Fed ou la Banque d'Angleterre.

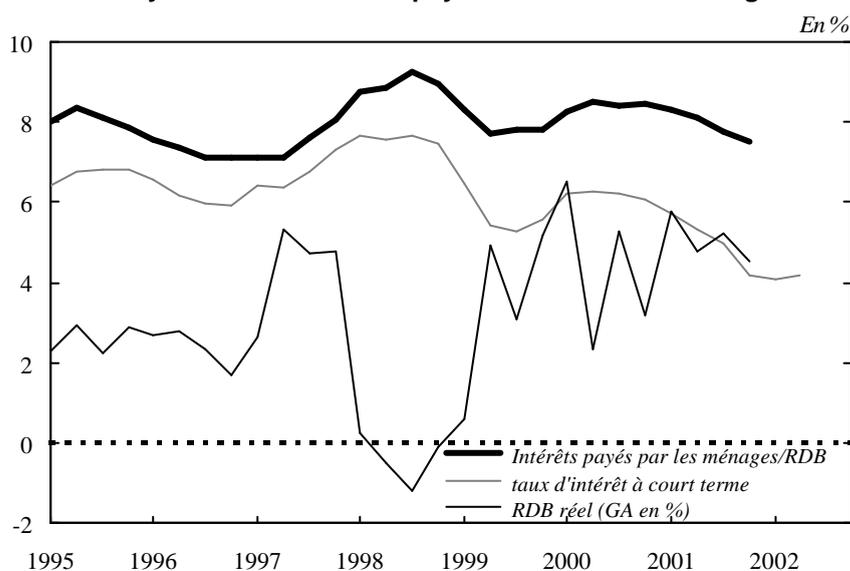
Les canaux de transmission de la politique monétaire peuvent être très divers : canal du crédit, au travers des réactions des banques aux variations

de taux d'intérêt ou aux injections de liquidités ; effets patrimoniaux, liés aux variations des prix d'actifs, qui affectent la solvabilité des emprunteurs, la valeur de leurs garanties hypothécaires, la demande de biens et d'actifs par l'intermédiaire d'effets de richesse ; ces effets, sont aussi, pour certains, liés au canal du crédit puisqu'ils affectent l'offre de crédit bancaire ; effets des taux d'intérêt sur la demande de crédit ou les émissions obligataires.

Or, ces canaux de transmission sont en général moins efficaces dans de nombreux pays européens qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Les mouvements de taux d'intérêt à court terme ont ainsi un effet beaucoup plus fort au Royaume-Uni ou aux États-Unis qu'en Europe. Au Royaume-Uni, l'essentiel des crédits hypothécaires des ménages étant à taux variable, les mouvements de taux courts ont un effet direct sur les paiements d'intérêts des ménages, donc leur revenu disponible, comme l'illustre très clairement le graphique 1.

1. Royaume-Uni : intérêts payés et revenu des ménages



Source : Datastream.

Aux États-Unis aussi, la sensibilité des crédits des ménages aux taux d'intérêt de court terme est élevée : les taux d'intérêt sur les nouveaux crédits à la consommation ou au logement enregistrent sans délai les mouvements de taux ; de plus en plus de crédits hypothécaires sont désormais contractés à taux variables ; enfin, le refinancement des crédits anciens est devenu courant, et peut représenter jusqu'aux trois quarts des nouveaux crédits (cf. Sellon, 2002).

1. Nature des crédits hypothécaires

	Part de la dette à taux variable dans la dette totale	Maturité
Portugal	100 %	20 ans
Finlande	90 %	10 ans
Espagne	80 %	15-20 ans
Allemagne	30 %	25-30 ans
Italie	40 %	15 ans
France	25 %	15 ans
Pays-Bas	10 %	30 ans
Royaume-Uni	70 %	20 ans
États-Unis	40 %	15 ans

Source : Datastream.

Il n'en va pas de même en Europe. La structure de la dette des ménages (qui est essentiellement une dette hypothécaire) entre taux fixe et taux variable (tableau 1) reste de son côté largement à taux fixe dans les grands pays de la zone euro (Allemagne, Italie, France, aux Pays-Bas), les taux variables n'étant largement majoritaires qu'en Espagne, au Portugal, en Finlande.

Dans la majorité des pays de la zone euro, la politique monétaire ne peut donc avoir d'effet que sur les nouveaux crédits et que si elle affecte les taux longs. Or, jusqu'à présent la formation des taux longs dans la zone euro semble plus déterminée par les évolutions des taux obligataires américains que par celle des taux courts européens : une estimation économétrique⁽¹⁾ sur la période allant de janvier 1999 à avril 2002 révèle qu'une hausse d'un point des taux à court terme européens n'a immédiatement qu'un misérable effet de 0,04 point (0,3 point à terme) alors qu'il atteint 0,18 pour une hausse équivalente des taux obligataires américains.

Ceci jette un doute sur la capacité de stabilisation monétaire dans les pays de la zone euro financés à taux fixe, et explique peut-être pourquoi le crédit semble peu répondre à la politique monétaire dans la zone euro (graphique 2) aussi bien à la hausse des taux (2000) qu'à la baisse (2001). Le mécanisme de transmission par les taux d'intérêt et le crédit est donc plus clair aux États-Unis et au Royaume-Uni que dans la zone euro.

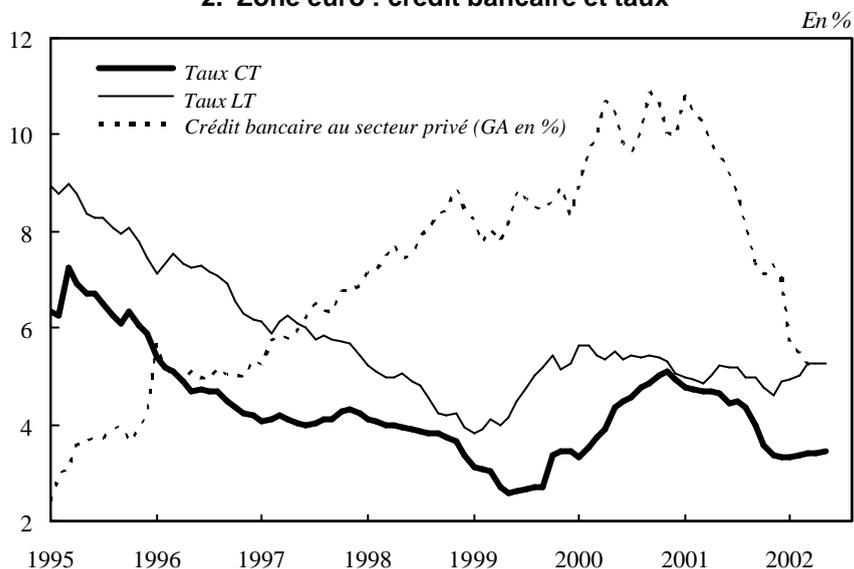
(1) L'estimation est la suivante :

$$\begin{aligned} \text{Taux 10 ans euro} = & - 0,46 + 0,04 \text{ Taux court euro} + 0,18 \text{ Taux 10 ans US} \\ & (4,8) \quad (2,5) \quad (7,0) \\ & + 0,86 \text{ Taux 10 ans euro } (-1) \\ & (33,4) \end{aligned}$$

R² = 0,99

DW = 1,39

2. Zone euro : crédit bancaire et taux



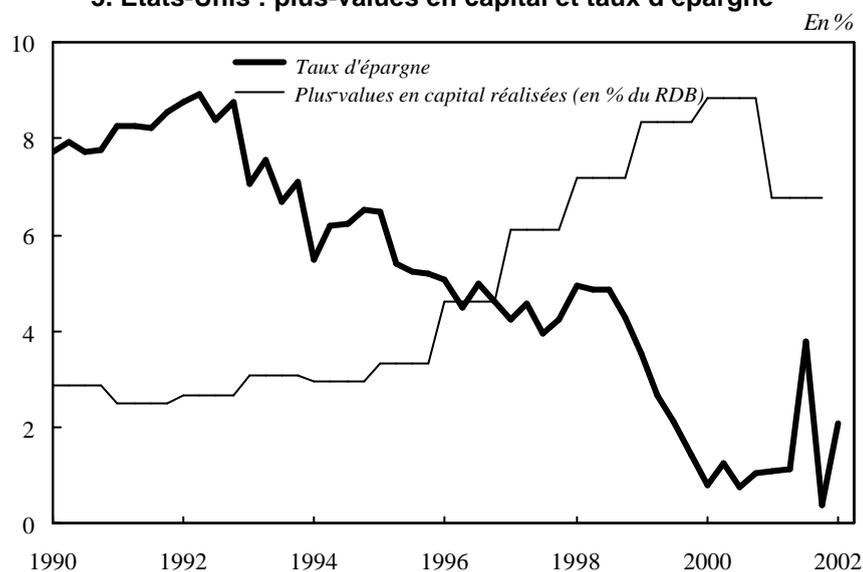
Source : Datastream.

Passons aux effets patrimoniaux. Les estimations disponibles (*cf.* par exemple Bertaut, 2001 ou Ludwig et Sløk, 2002) montrent que les effets de richesse sont 2 à 3 fois plus élevés dans les pays anglo-saxons qu'en Europe continentale. Dans la mesure où la richesse immobilière a un effet plus modeste que la richesse financière, ces écarts sont clairement liés à la taille respective des marchés boursiers : 115 % du PIB aux États-Unis et 140 % au Royaume-Uni contre 50 % dans la zone euro. Elle renvoie également à la différence de taux de détention d'actions, beaucoup plus faible dans la zone euro que dans les pays anglo-saxons.

Aux États-Unis, l'effet de richesse passe d'ailleurs directement par les plus-values réalisées plutôt que par les plus-values latentes en capital. Dans les pays où les marchés boursiers sont de forte taille (pays anglo-saxons), une partie de la consommation est financée non pas par le revenu mais par le produit des cessions d'actifs. Il est clair qu'aux États-Unis, une partie de la baisse du taux d'épargne est due à cette utilisation des plus-values en capital (graphique 3).

Au total, les canaux de transmission de la politique monétaire qui passent par les effets patrimoniaux sont d'autant plus importants que les capitalisations boursières et immobilières sont fortes, et que les prix d'actifs concernés sont sensibles à la politique monétaire. Ceci est clairement le cas dans les pays où la part de la dette à taux variable ou renégociable est forte (États-Unis, Royaume-Uni, Espagne) ; ce mécanisme est nettement moins puissant dans les pays où la dette est à taux fixe (France, Allemagne, Italie). Ici aussi dans le cas des effets patrimoniaux, on voit que la zone euro, en moyenne, est moins contrôlable par la politique monétaire que les États-Unis ou le Royaume-Uni.

3. États-Unis : plus-values en capital et taux d'épargne



Sources : DRI et CBO.

Nous nous intéressons pour finir au financement des entreprises sur les marchés, c'est-à-dire au complément du financement par le crédit bancaire qui a été analysé plus haut. Ces financements désintermédiés (de marché de taux) sont de très faible taille en Allemagne (4 % du total) où l'essentiel des financements est intermédié ; ils représentent une fraction moyenne des financements (25 %) en France et au Royaume-Uni (où les entreprises se financent surtout en actions), de forte taille aux États-Unis (40 %). L'encours d'obligations d'entreprises est très élevé aux États-Unis, élevé au Royaume-Uni, plus faible en France et dans la zone euro en moyenne, très faible en Allemagne (graphique 4).

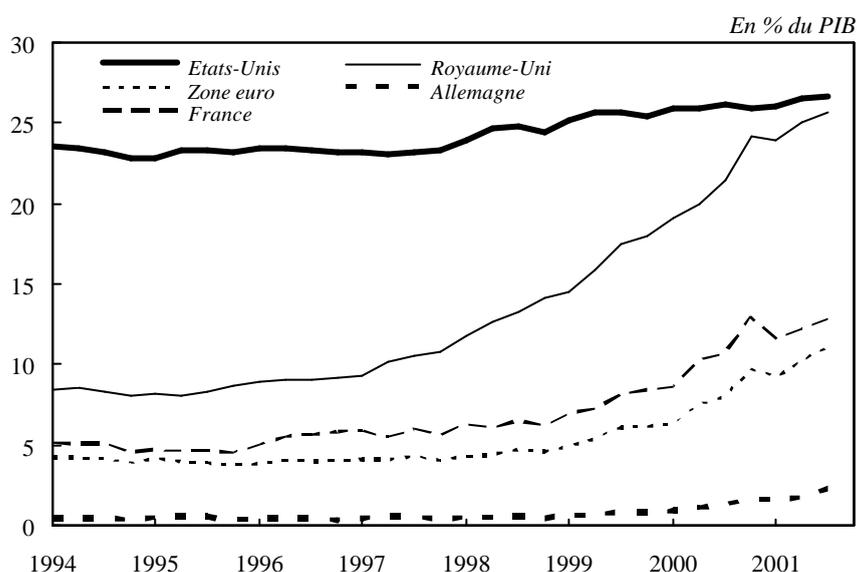
Lorsque les financements obligataires des entreprises sont importants, dans les périodes de récession où, en général, les crédits bancaires sont rationnés, les entreprises peuvent se reporter vers le marché obligataire et stabiliser ainsi leurs financements externes à un coût réduit grâce aux baisses des taux directeurs des banques centrales. Ce n'est bien sûr pas le cas dans les pays où la dette obligataire privée est de faible taille.

La baisse (plaçons-nous dans ce sens) des taux longs est donc favorable en cas de recul cyclique aux entreprises des pays où les marchés obligataires privés sont de forte taille (États-Unis), en permettant le maintien des niveaux de financement externe.

Certains canaux clairs de la politique monétaire apparaissent donc : l'effet des créations de liquidités sur l'offre de crédit ; l'effet sur les revenus des emprunteurs des variations de taux d'intérêt si la dette est à taux variable

ou renégociable ; les effets patrimoniaux au travers des variations de prix des biens immobiliers, lorsque ceux-ci réagissent fortement aux taux d'intérêt ou à l'offre de crédit ; au travers aussi des réalisations de plus-values en capital ; la possibilité de substituer des financements obligataires, au coût lié aux taux de marché, donc aux politiques monétaires ; aux financements bancaires dans les récessions.

4. Encours des obligations privées (entreprises non financières)



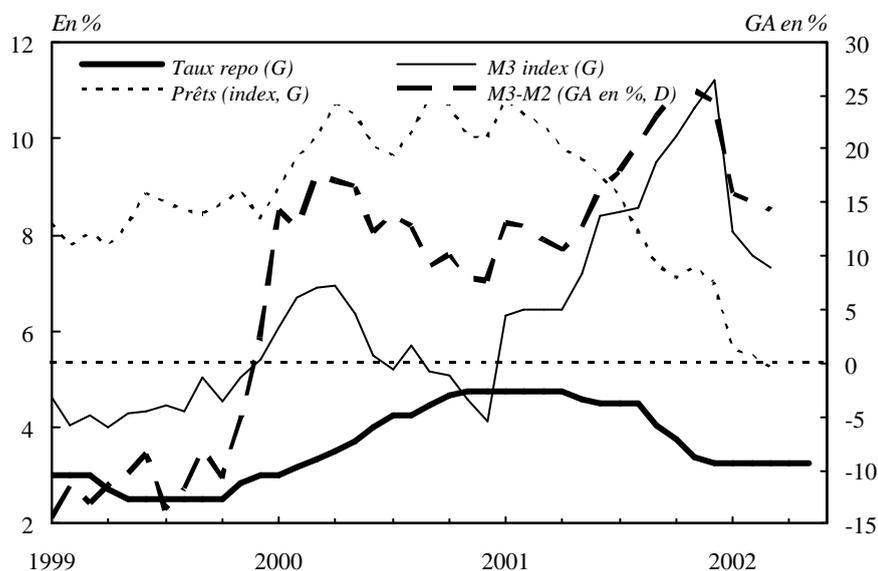
Source : BRI.

Ces canaux sont clairement présents aux États-Unis et au Royaume-Uni, beaucoup moins clairement en France, en Allemagne et en Italie où les tailles des marchés sont plus faibles, les dettes contractées à taux fixe, les effets patrimoniaux sur la demande de biens ou l'offre de crédit plus réduits. On peut avoir quelques inquiétudes quant à l'efficacité de la politique monétaire de la zone euro, puisque les taux longs dépendent surtout des taux longs américains, que la transmission de la politique monétaire par les marchés ou les patrimoines est limitée, que le contrôle du taux de change est douteux.

En principe, il devrait y avoir cohérence entre les mécanismes de transmission de la politique monétaire et les objectifs intermédiaires choisis. Ceux-ci doivent être influençables par la politique monétaire, et être des indicateurs avancés de ses effets sur l'équilibre réel. Or, la BCE donne en principe un rôle très important au « premier pilier » de la politique monétaire, c'est-à-dire M3 (voir par exemple ECB, 1999), à partir de l'idée que la demande de M3 serait plus stable pour l'ensemble de la zone euro que

pour chacun des pays membres (Browne, Fagan et Henry, 1997). Or, on le sait, les variations de M3 sont surtout liées à des choix de portefeuille qui guident l'évolution de M-M2, les fonds investis sur le marché monétaire. Le graphique 5 montre que M3-M2 accélère fortement à la fin de 1999, avec la remontée des taux courts, puis en 2001-2002 avec la baisse des cours boursiers et le recul des fonds investis en actions. Le maintien de M3 comme objectif intermédiaire de la politique monétaire est donc difficile à comprendre puisque M3 ne correspond pas à un canal de transmission identifié et que ses évolutions n'annoncent pas celles de l'équilibre économique de l'inflation.

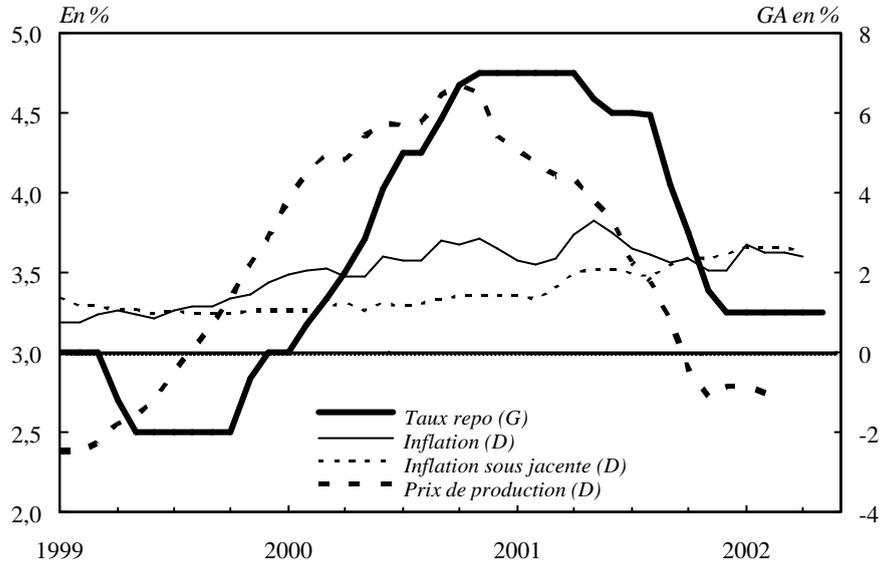
5. Zone euro : taux repo, M3 et prêts au secteur privé



Source : Datastream.

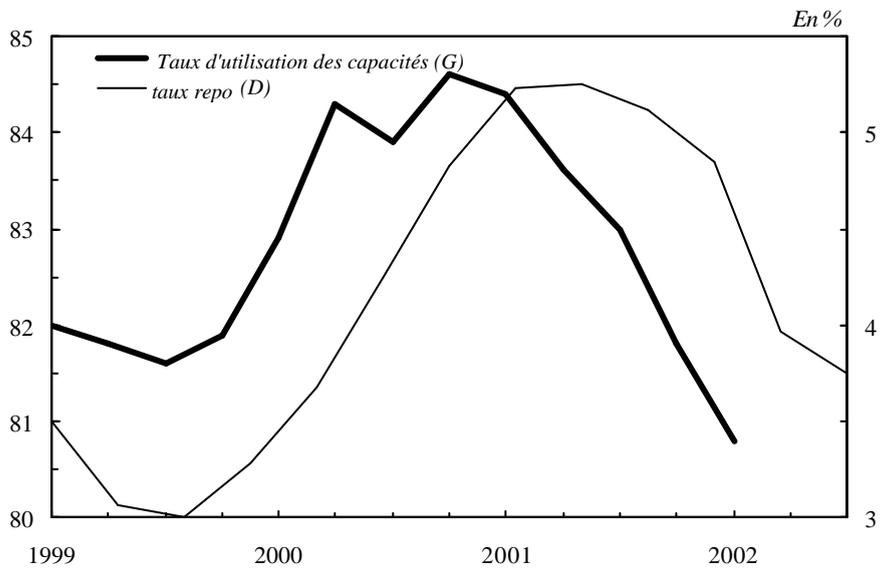
Au total, la BCE est donc confrontée à une difficulté réelle dans la mise en œuvre de sa politique monétaire : le principal canal de transmission qu'elle met en avant, M3, est inopérant, ceux présents dans les pays anglo-saxons nettement moins présents et efficaces. La BCE doit donc, plus que les pays anglo-saxons, compter sur la transmission de ses décisions aux taux à long terme et au taux de change, mécanismes qui n'ont guère jusqu'à présent fonctionné. De plus, la BCE est confrontée à la perspective de changements importants dans les mécanismes de transmission de la politique monétaire. Le contexte de faible inflation favorise une mutation des comportements d'endettement, tandis que l'intégration financière pousse à leur homogénéisation.

6. Zone euro : taux repo, inflation, inflation sous jacente et prix de production



Source : Datastream.

7. Zone euro, production industrielle et taux d'utilisation des capacités



Source : Datastream.

2. La prise en compte par la BCE de l'état de la conjoncture

Si la majorité des banques centrales considèrent désormais que leur tâche principale est d'assurer la stabilité des prix, elles attachent également en général un certain poids à la stabilisation conjoncturelle. Cela signifie concrètement que, tout en visant la stabilité des prix sur moyenne période, la banque centrale accepte de sacrifier -un peu- l'objectif de stabilité des prix à court terme pour amortir les fluctuations de l'activité.

En principe, la BCE n'est en charge que de la stabilisation des prix. On s'attendait donc *a priori* à ce qu'elle se désintéresse de la situation conjoncturelle, sauf dans la mesure où celle-ci influence l'inflation future. L'examen des évolutions depuis 1999 (graphiques 6 et 7) montre que aussi bien la hausse du taux repo à partir du 4^e trimestre 2000 que sa baisse en 2001 sont apparemment davantage liées aux variations du taux d'utilisation des capacités qu'à celles de l'inflation. Ce constat ne signifie cependant pas nécessairement que la BCE attache du poids à un objectif de stabilisation conjoncturelle : le taux d'utilisation des capacités étant un indicateur avancé de l'inflation, la réaction de la Banque centrale pourrait correspondre exactement à l'effet qu'a le taux d'utilisation sur l'inflation future.

Mais les travaux économétriques⁽²⁾ poussent plutôt à accepter l'idée que la BCE prend en compte, comme la Bundesbank auparavant⁽³⁾, le taux d'utilisation des capacités (l'*output gap*) au-delà de son effet sur l'inflation anticipée. On peut ainsi montrer (*cf.* encadré) que, une fois que l'on a introduit l'inflation anticipée dans la fonction de réaction de la BCE, le taux d'utilisation reste significatif, comme pour les autres banques centrales : la réaction de la BCE au taux d'utilisation va donc au-delà de son seul impact sur l'inflation future.

Que la BCE semble réagir à la situation cyclique au-delà de son effet sur l'inflation future est donc une bonne nouvelle, puisque cela signifie que la BCE intègre dans ses préoccupations le besoin de stabilisation conjoncturelle auquel les agents économiques accordent légitimement du poids. En d'autres termes, la fonction de perte maximisée par la Banque centrale européenne serait en définitive proche de la fonction de perte sociale.

Les résultats à la base de constat sont nécessairement fragiles et pourraient ne pas résister au passage du temps. S'ils étaient avérés, il reste à comprendre pourquoi la BCE maintient dans ses discours que le seul objectif final est la stabilité des prix. Peut-être la BCE fait-elle, comme Monsieur Jourdain, de la stabilisation conjoncturelle sans le savoir. Peut-être la con-

(2) Faust, Rogers et Wright (2001) et Alesina, Blanchard, Gali, Giavazzi et Uhlig (2001) montrent que si la BCE mettait un poids nul ou modéré sur l'*output gap*, elle devrait avoir pratiqué des taux d'intérêt beaucoup plus élevés que ce qui a été le cas.

(3) Clarida et Gertler (1997), Clarida, Gali et Gertler (1997) et Von Hagen (1995).

Estimation de fonctions de réaction de la BCE

Les banquiers centraux de par le monde déterminent leur politique de taux d'intérêt à partir de l'analyse de nombreux indicateurs macroéconomiques, mais aussi d'informations plus qualitatives tirées de leurs réseaux d'information. La manière dont ces informations sont ensuite transformées en décision effective résulte en outre d'un *savoir-faire* difficilement quantifiable.

Pour autant, l'estimation de fonctions de réaction, c'est-à-dire de relations économétriques entre les taux d'intérêt de court terme et un nombre restreint d'indicateurs macroéconomiques, révèle un certain nombre de régularités qui traduisent la façon dont, *en moyenne*, les autorités monétaires réagissent à l'état de la conjoncture.

De manière très générale, le comportement des autorités monétaires peut ainsi, en première approximation, être décrit par une variante de la règle mise en avant par John Taylor. Les taux d'intérêt s'ajustent, lorsque l'inflation – observée ou anticipée – s'élève, avec une élasticité supérieure à 1, ou lorsque l'écart du PIB à son potentiel change.

Lorsque les autorités monétaires réagissent aux fluctuations de l'activité au-delà de son impact sur l'inflation anticipée (autrement dit lorsque le coefficient devant l'indicateur d'activité est significatif alors qu'on a introduit une mesure de l'inflation anticipée par la Banque centrale) cela signifie que la Banque centrale se préoccupe aussi de stabilisation conjoncturelle. Un tel comportement est cohérent avec la minimisation d'une *fonction de perte* selon laquelle les autorités monétaires accordent un certain poids tant aux écarts de l'inflation à sa cible qu'à la stabilisation conjoncturelle.

De plus, l'ajustement n'est pas instantané : les autorités monétaires réagissent en général avec une certaine lenteur aux évolutions de l'inflation ou de l'activité.

Cet encadré présente l'estimation de telles fonctions de réaction pour les États-Unis, le Japon, le Royaume-Uni ainsi que, avant 1999, l'Allemagne, et, après 1999, la zone euro. Les indicateurs utilisés sont : l'inflation anticipée, telle qu'elle est mesurée par la revue *Consensus Forecast* ; le taux d'utilisation des capacités de production, l'indicateur de l'écart de PIB le plus pertinent, à la fois en termes de significativité économétrique et parce que, au contraire des autres indicateurs, il n'est pas sujet à révisions ; le taux d'intérêt retardé. Ces estimations permettront ainsi d'évaluer si la BCE se préoccupe ou non de stabilisation conjoncturelle et de mesurer sa vitesse de réaction comparée aux autres banques centrales.

Les résultats de ces estimations sont les suivants :

1. États-Unis

$$\begin{aligned} \text{Taux Fed Funds} = & - 5,1 & + 0,03 & \text{Inflation prévue consensus} \\ & (6,8) & (1,0) & \\ & + 0,07 & \text{Taux utilisation} & + 0,94 & \text{Taux Fed Funds}_{-1} \\ & (6,5) & & (33,9) & \end{aligned}$$

Période d'estimation : janvier 1995-avril 2002

R² = 0,98

DW = 0,94

2. Japon

Taux repo = - 0,08 + 0,015 Inflation prévue consensus
(0,5) (2,5)

+ 0,01 Taux utilisation + 0,88 Taux repo₋₁
(1,8) (23,2)

Période d'estimation : janvier 1995-avril 2002

R² = 0,89

DW = 1,47

3. Royaume-Uni

Taux repo = - 7,2 - 0,07 Inflation prévue consensus
(6,5) (1,5)

+ 0,10 Taux utilisation + 0,82 Taux repo₋₁
(6,3) (22,4)

Période d'estimation : janvier 1995-avril 2002

R² 0,98

DW = 1,11

4. Allemagne

Taux repo = - 1,9 + 0,07 Inflation prévue consensus
(2,4) (2,5)

+ 0,02 Taux utilisation + 0,88 Taux repo₋₁
(2,8) (26,8)

Période d'estimation : janvier 1995-décembre 1998

R² = 0,96

DW = 1,63

5. Zone euro

Taux repo = - 13,7 + 0,06 Inflation prévue consensus
(5,2) (1,8)

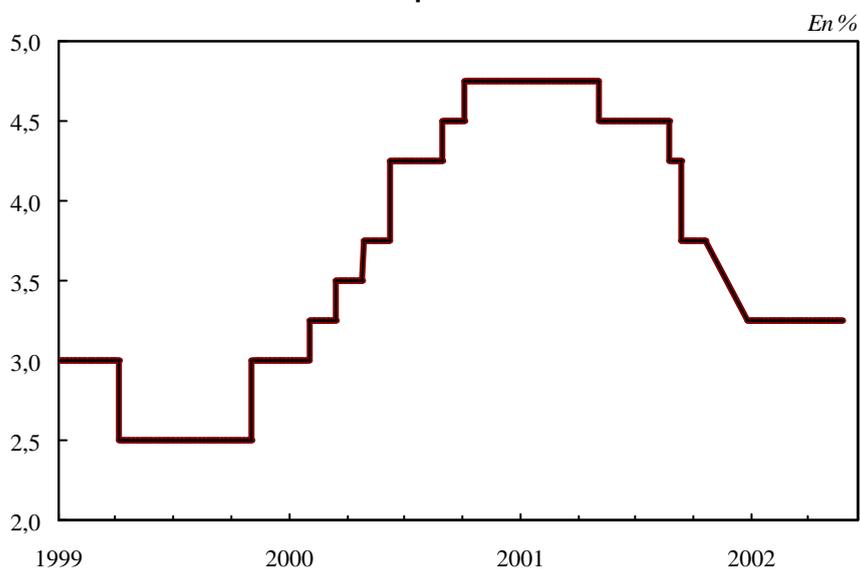
+ 0,17 Taux utilisation + 0,76 Taux repo₋₁
(5,3) (11,2)

Période d'estimation : janvier 1999-avril 2002

R² = 0,98

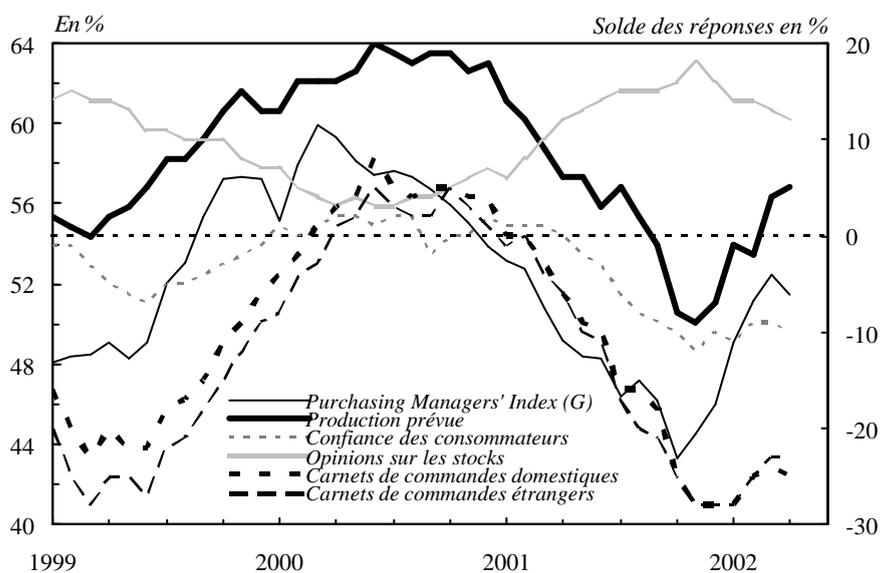
DW = 1,73

8. Taux repo de la BCE



Source : Datastream.

9. Zone euro : production prévue, confiance des consommateurs et carnets de commande



Source : DRI.

sidère-t-elle comme nécessaire pour éviter d'être mise en accusation en cas de fluctuations trop amples de l'activité, sans pour autant vouloir encourir le reproche de trahir la lettre, sinon l'esprit, du traité. Si cette interprétation est la bonne, la position de la BCE risque de devenir rapidement intenable et il lui faudra tôt ou tard rendre explicite cet objectif, sauf à renforcer l'incompréhension qu'elle suscite déjà parfois auprès des analystes.

2.1. Lenteur de réaction aux évolutions cycliques

Cette question est importante puisque la BCE semble avoir la stabilisation cyclique comme un de ses objectifs et parce que les délais d'action de la politique monétaire sont longs : 18 mois à 2 ans aussi bien aux États-Unis que dans la zone euro (voir aussi par exemple Haldane et Batini, 1998 et Svensson, 1997). La lenteur de réaction se cumule évidemment à ces délais d'action. La BCE a-t-elle été réellement lente ?

La BCE baisse les taux le 14 avril 1999, les remonte à partir de la fin 1999 (10 novembre) et du début 2000 (9 février) jusqu'à la fin de l'année 2000 (11 octobre), commence à baisser les taux le 11 mai 2001, les réduit de 100 points de base à l'automne 2001 après le 11 septembre, puis les maintient à 3 ¼ % jusqu'en juin 2002 (graphique 8).

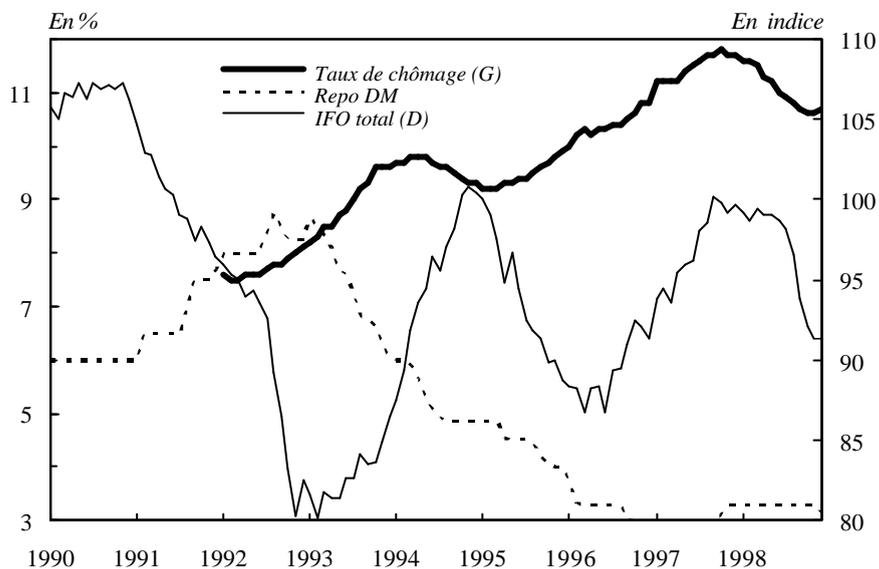
De quelles indications cycliques disposait-on sur cette période ? La conjoncture s'améliore dès le début printemps 1999 (comme le montrent le PMI (indice des directeurs d'achats), la production prévue, l'opinion sur les stocks, les carnets de commandes, la confiance des consommateurs, l'utilisation des capacités) (graphique 9). Elle commence à se dégrader (dans les enquêtes) pendant le second trimestre 2000 en ce qui concerne le PMI et la production industrielle ; au quatrième trimestre 2000 en ce qui concerne les autres enquêtes. La dégradation de tous les indicateurs conjoncturels est très rapide durant toute l'année 2001 ; une stabilisation puis une légère amélioration apparaissent à la fin de 2001 et au début de 2002.

Au total :

- la remontée du taux repo a lieu en novembre 1999, 5 à 6 mois après le moment où l'amélioration conjoncturelle devient visible ;
- l'arrêt de la hausse du taux repo en octobre 2000, survient aussi 5 à 6 mois après les premiers signes de retournement conjoncturel ;
- en mai 2001, date de la première baisse de taux, il était clair que l'économie européenne se dirigeait vers un violent ralentissement ;
- le maintien de taux réels positifs à la fin de 2001 a lieu dans une période de forte dégradation conjoncturelle.

La BCE réagit donc avec retard (6 mois environ) aux indications conjoncturelles concordantes ; une partie au moins de ce retard vient d'une lenteur de réaction de son analyse économique. Il y a sans doute soit un délai assez long de révision des prévisions, comme le montre la publication

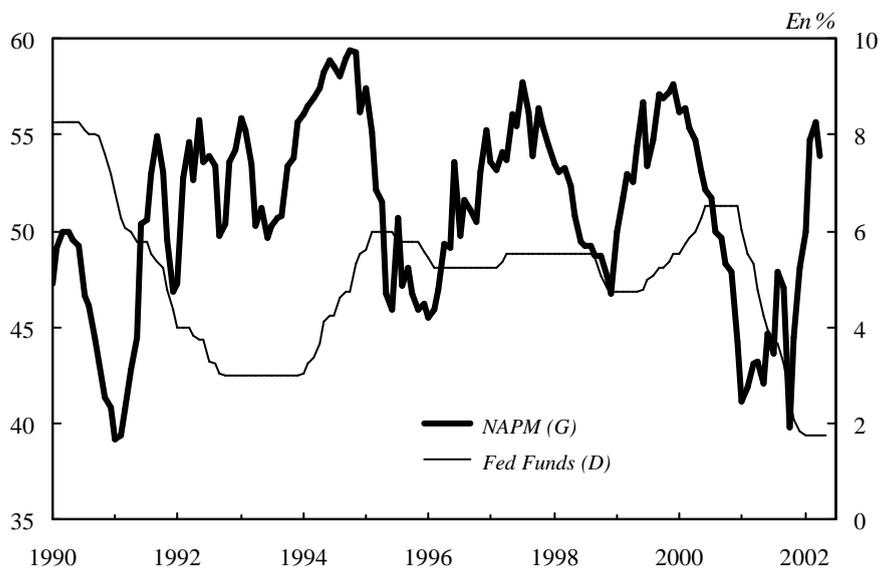
10. Allemagne : taux repo, taux de chômage et IFO(*)



Note : (*) Institut für Wirtschaftsforschung.

Source : Datastream.

11. États-Unis : NAPM(*) et taux d'intérêt



Note : (*) National Association of Purchasing Management.

Source : Datastream.

en juin 2002 seulement de prévisions d'inflation supérieure à 2 % pour l'année 2002, soit insuffisance des contacts avec les institutions en prise plus directe avec la conjoncture (entreprises, banques d'investissement) et sans doute aussi la volonté de « lisser » les taux d'intérêt (Cosinamo et Van Huyk, 1989) pour éviter les chocs (sur les banques via la valeur des actifs liés à une variabilité forte des taux d'intérêt).

Cette lenteur est cependant comparable, voire inférieure, à celle des autres banques centrales.

La Bundesbank pouvait ainsi monter les taux d'intérêt pendant une récession (comme en 1992) si l'inflation était elle-même en hausse. Puis, elle les baissait très tardivement par rapport au cycle réel (1993, 1995) (voir par exemple les dates de baisse des taux par rapport au mouvement de l'indice IFO, graphique 10).

Aux États-Unis, les mouvements de taux courts (baisses à la fin de 1990, à la mi-1995, à la fin de 1998, au début de 2001 ; hausses en 1994, à la mi-1999) semblent assez rapides lorsque la politique monétaire se durcit, mais assez tardifs, comme dans la zone euro, à la baisse. La dégradation conjoncturelle est visible (sur le NAPM par exemple, graphique 11) dès la mi-1990, le début de 1995, le printemps 1998, la mi-2000. Il semble qu'aux États-Unis aussi il y ait un décalage de quelques mois entre l'apparition des signes conjoncturels défavorables et la baisse des taux courts.

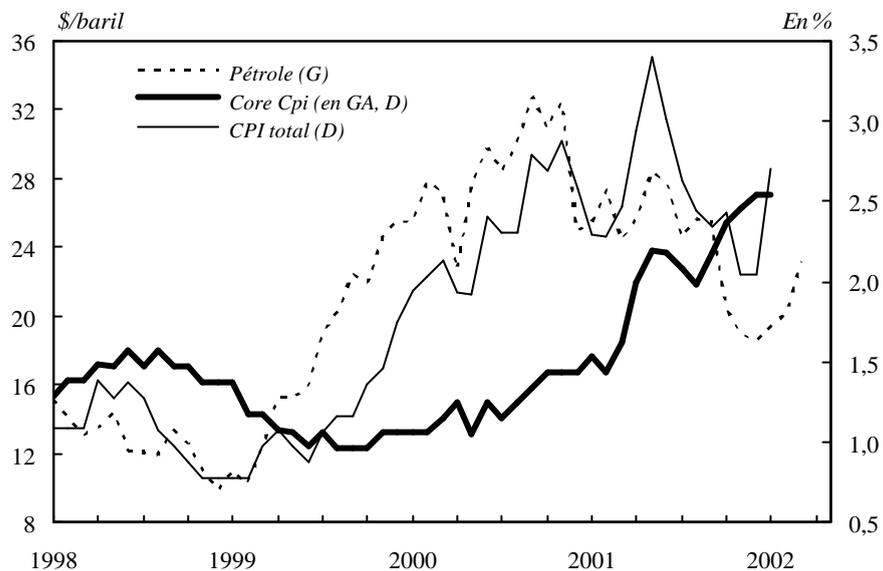
Les estimations économétriques présentées dans l'encadré en début de chapitre confirment que la BCE n'est pas plus lente que les autres banques centrales européennes. Au contraire, c'est elle qui, avec un coefficient devant le taux d'intérêt retardé le plus bas⁽⁴⁾, manifeste la plus faible inertie des cinq banques centrales étudiées⁽⁵⁾.

L'accusation de lenteur portée à l'encontre de la BCE paraît donc très excessive. En tout état de cause, elle devrait être portée à l'encontre des autres grandes banques centrales avec une vigueur au moins égale.

(4) Les délais d'ajustement moyen qui ressortent de ces estimations seraient ainsi les suivants : 3,2 mois pour la BCE, contre 4,5 mois pour le Royaume-Uni, 7,3 pour l'Allemagne et 15,7 mois pour les États-Unis ! Compte tenu de la brièveté de la période d'estimation, il ne faut pas accorder trop de crédit à leur valeur exacte, mais s'intéresser plutôt à leur hiérarchie.

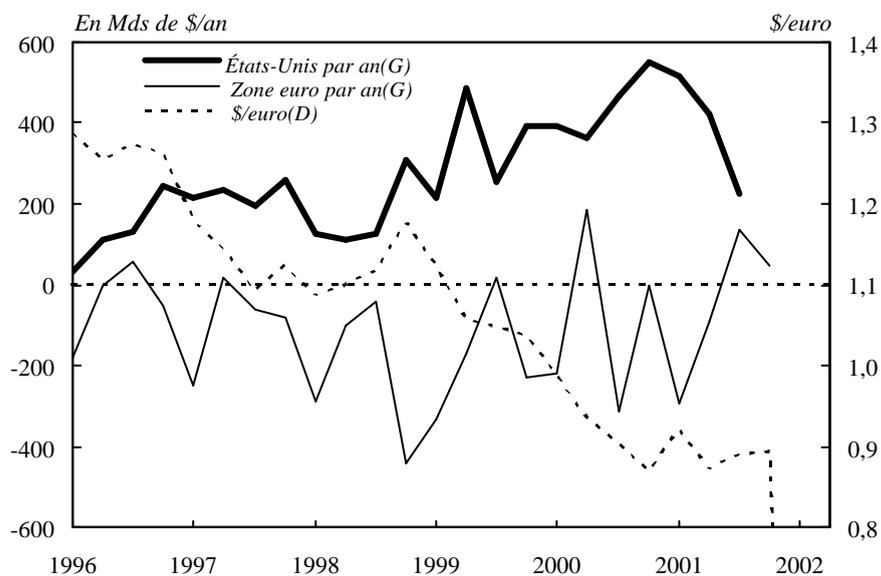
(5) Les résultats présentés dans l'encadré reposent sur des périodes d'estimation différentes, ce qui pourrait biaiser la comparaison ; on a vérifié que, si on réestime les fonctions de réaction sur une période commune (janvier 1999-avril 2002), la hiérarchie ainsi mise en évidence n'était pas modifiée.

12. Zone euro : CPI total, core CPI et prix du pétrole



Source : Datastream.

13. Taux de change et capitaux à long terme



Source : Datastream.

2.2. L'objectif d'inflation n'a pas été respecté

On sait que depuis le début de l'année 2000 (graphique 12) l'inflation de la zone euro est supérieure à la limite de 2 % : jugée à l'aune de son objectif officiel, la BCE ne peut être considérée comme ayant réussi.

Ce diagnostic mérite cependant d'être nuancé. En effet, la période 1999-2002 a été marquée par la réalisation de nombreux chocs, tous défavorables : chocs d'offre avec la hausse du prix du pétrole en 1999 et son maintien ultérieur à un niveau assez élevé (graphique 12), puis la hausse des prix de l'alimentation du fait de la crise de la filière bovine et d'aléas climatiques ; dépréciation de 25 % de l'euro vis-à-vis du dollar entre le début de 1999 et le début de 2002 (ce dernier facteur contribuant à lui tout seul à près d'un point d'inflation supplémentaire par an).

La BCE a considéré, comme nombre d'observateurs, ces chocs comme transitoires et ne méritant donc pas de réaction particulière. D'ailleurs, l'inflation sous-jacente est restée sous le seuil des 2 % jusqu'à la mi-2001. Ces chocs se sont cependant révélés plus persistants que prévu, ce qui a pris en défaut les prévisions de la BCE : ce n'est qu'au début de cette année que la BCE a admis que l'inflation aurait du mal à repasser sous la barre des 2 % à la fin de 2002. L'inflation sous-jacente a fini elle aussi par dépasser le seuil des 2 %, mais à un moment où le ralentissement de l'activité de la zone euro était avéré. Compte tenu du poids légitime accordé par la BCE à la stabilisation conjoncturelle, celle-ci n'a donc pas durci sa politique monétaire comme la seule prise en compte de son objectif d'inflation l'aurait voulu et on ne peut guère l'en blâmer.

En outre, l'un des principaux canaux de transmission potentiels de sa politique monétaire était en panne : le taux de change était alors très peu réactif aux taux courts. Le dollar était en effet soutenu par la bulle boursière aux États-Unis qui, associée au développement des nouvelles technologies, attirait les capitaux à long terme vers les États-Unis (graphique 13) et affaiblissait l'euro, d'autant plus que les investisseurs et entreprises européens avaient alors besoin d'accroître leur diversification internationale. Des hausses de taux courts auraient eu très peu d'effets sur ces flux de capitaux à long terme, de même que la très forte baisse des taux courts américains n'a pas eu en 2001 et 2002 d'effet majeur sur la parité dollar-euro. Les interventions stérilisées de change étant à terme inefficaces, on peut penser qu'au total il a été plus raisonnable d'accepter l'affaiblissement de l'euro. Sans doute aurait-il mieux valu alors éviter dans la communication de la BCE la mention continue de la certitude que l'euro est une monnaie intrinsèquement forte.

2.3. Conclusion : quelles critiques faut-il retenir et quelles critiques faut-il rejeter ?

Le comportement de la BCE n'est en définitive pas très différent de celui des autres grandes banques centrales de par le monde : au-delà de son objectif affiché de stabilité des prix, la BCE intègre bien dans ses décisions l'objectif de stabilisation conjoncturelle, comme il est souhaitable ; sa lenteur de réaction n'est pas différente de celle des autres banques centrales.

La BCE n'a pas maintenu l'inflation en dessous de 2 %, mais nous avons vu que les chocs défavorables (prix du pétrole, attraction vers les États-Unis des flux de capitaux) ont été nombreux. C'est en fait plus l'étroitesse de la fourchette de l'objectif d'inflation (bande de 0 à 2 %) qui peut être critiquée : nous reviendrons sur ce point au chapitre suivant.

La BCE est sans doute critiquable surtout en raison des écarts entre les principes qui la réagissent et sa pratique effective : elle participe effectivement à la stabilisation cyclique, et n'a pas un pur objectif d'inflation ; elle ne peut pas utiliser M3 comme objectif intermédiaire ; elle manque de clarté quant à sa vision des canaux de transmission de la politique monétaire.

Il s'agit donc plus d'un problème de transparence que d'un problème de fond. Plutôt que les marchés pensent que les fluctuations cycliques ont peu d'effet sur la politique monétaire européenne, il vaudrait mieux qu'ils soient informés par la BCE qu'elle réagit effectivement aux évolutions conjoncturelles. Si le premier pilier comprend non seulement M3 mais aussi d'autres agrégats monétaires, le crédit..., il faudrait l'indiquer clairement aux intervenants des marchés financiers qui presque tous croient que seul l'agrégat M3 fait partie du premier pilier.

Chapitre 2

Quel objectif d'inflation pour la BCE ?

La BCE a choisi de maintenir l'inflation entre 0 et 2 %, avec un horizon de 1 à 2 ans. Tel qu'il est défini, cet objectif a deux inconvénients notables. Tout d'abord, le point bas de la fourchette, 0 %, est trop bas : les rigidités nominales probables (des salaires) et avérées (des taux d'intérêt) rendent la baisse des prix très dangereuse pour les économies. Mieux vaut donc éviter d'approcher l'inflation nulle. Ensuite, les biais de mesure sur les indices de prix et les différentiels de productivité entre pays de la zone font que pour éviter la baisse des prix dans tous les pays de la zone euro, il faut en réalité viser un taux d'inflation supérieur à 1 % en moyenne dans la zone euro. Enfin, l'amplitude des chocs susceptibles d'affecter les économies européennes, et notamment des chocs d'offre, milite pour une fourchette plus large que les 2 % retenus par la BCE. Ces points sont successivement abordés dans la première partie de ce chapitre.

Ces corrections faites, convient-il d'élargir la définition de l'inflation pour y inclure le prix des actifs ? Cette question est abordée dans la deuxième partie de ce chapitre.

1. Pour un changement dans la définition de l'objectif

1.1. Les risques associés à une inflation trop basse militent pour une cible d'inflation positive

Il existe un débat nourri entre les partisans de l'inflation nulle et ceux d'une inflation modérée mais pas trop faible.

L'argument essentiel des partisans de l'inflation nulle est la disparition des biais liés à l'inflation, dus par exemple au système fiscal (qui prend en compte les intérêts nominaux et non réels reçus ou payés, Feldstein, 1999 et Lucas, 2000) ou à l'existence d'actifs (monnaie fiduciaire) ou de revenus non indexés sur l'inflation.

De nombreux économistes mettent cependant en avant les risques associés à un objectif d'inflation trop faible. Ces risques tiennent pour l'essentiel à la présence de rigidités à la baisse des salaires et des taux d'intérêt nominaux.

L'importance de la rigidité à la baisse des salaires a été mise en avant avec force dans le cas des États-Unis par Akerlof, Dickens et Perry (1996 et 2000). Outre le fait que, dans beaucoup de pays, dont la France, la réglementation du travail interdit de réduire le salaire nominal, de nombreuses enquêtes (comme celles menées par Akerlof, Dickens et Perry, *op. cit.* ou par Bewley, 1999) montrent la réticence des salariés et des entrepreneurs à voir baisser les salaires : bien que ce comportement traduise une certaine forme d'illusion nominale, que les économistes sont toujours spontanément réticents à envisager, il semblerait que salariés et employeurs jugent injustes des baisses de salaire nominal, alors qu'ils seraient prêts à accepter des baisses équivalentes de salaire réel.

L'analyse des données microéconomiques sur les salaires livre cependant des résultats contradictoires sur l'importance empirique de ces rigidités : aux États-Unis, Card et Hyslop (1996) et Akerlof, Dickens et Perry trouvent d'importantes rigidités à la baisse, alors qu'elles sont nettement plus faibles pour McLaughlin (1994) ou Lebow et alii (1995), Yates (1998) et Smith (2000) au Royaume-Uni et Bonnet et Goux (1997) en France mettent en évidence une proportion élevée, chaque année, de baisses de salaires nominaux, peu compatible avec l'existence de rigidités nominales importantes.

La présence éventuelle de rigidités à la baisse des salaires nominaux se traduit par une dépendance négative du taux de chômage et de l'inflation au voisinage de la stabilité des prix : chaque année en effet, un certain nombre d'entreprises ont besoin de baisser les salaires réels pour faire face à des chocs de demande ou de productivité défavorables ; si les salaires nominaux sont rigides à la baisse, alors ces ajustements peuvent d'autant moins se produire que l'inflation est faible, si bien que c'est en définitive sur l'emploi que portent les ajustements.

Dans ces conditions, viser un taux d'inflation trop bas peut conduire à élever le « taux de chômage structurel ». Même si la rigidité à la baisse des salaires n'est pas avérée, la « balance des risques » milite donc clairement pour une cible d'inflation pas trop faible.

La rigidité à la baisse des taux d'intérêt nominaux ne pose évidemment pas les mêmes problèmes de mise en évidence que la rigidité des salaires : les taux d'intérêt nominaux ne peuvent tout simplement pas être négatifs⁽⁶⁾. Il en résulte une perte d'efficacité de la politique monétaire en cas de baisse des prix, puisque, une fois le plancher zéro atteint, les autorités monétaires ne peuvent plus baisser les taux d'intérêt si la faiblesse de l'activité l'exige.

(6) Sauf à être capable de taxer la détention de monnaie ; en effet ce qui empêche les taux nominaux de baisser, c'est l'existence d'un actif dont la rémunération est quoi qu'il arrive nulle : la monnaie ; si on parvenait à taxer la détention de monnaie, alors la rémunération de la monnaie pourrait devenir négative et il serait possible d'imposer des taux d'intérêt négatifs ; taxer la détention de monnaie paraît cependant poser des difficultés techniques incommensurables.

Cet argument d'inefficacité de la politique monétaire (mis en avant par exemple par Summers, 1991, Svensson, 2000, Fuhrer et Madigan, 1997, Orphanides et Wieland, 1998 et Reifschneider et Williams, 2000) est critiqué. La politique monétaire peut en effet agir en théorie sur l'économie par d'autres canaux que les taux courts (voir Clouse et *alii*, 2000, Bernanke et Gertler, 2000 et le *survey* de Amirault et O'Reilly, 2001) : création de liquidité, achats de titres, privés ou publics, d'où variations de la valeur des actifs qui affecte l'économie au travers du canal du crédit (Bernanke-Gertler, 1995). L'efficacité de ces autres canaux est cependant loin d'être garantie (*cf.* Blinder, 2000 par exemple) : elle suppose en effet que l'influence directe de la banque centrale sur les titres en question est très supérieure à celle qu'elle exerce indirectement par ses opérations habituelles sur les taux d'intérêt à court terme, ce qui à l'heure des marchés financiers intégrés est très discutable. Le cas du Japon, où les injections massives de liquidité par la banque centrale ont été impuissantes à relancer la distribution de crédit, montre bien la difficulté de la tâche.

Se fixer un objectif d'inflation trop faible, c'est donc courir le risque qu'un choc d'offre suffisamment défavorable fasse passer l'économie dans la zone de déflation où la politique monétaire perd de son efficacité. Les simulations réalisées aux États-Unis (*cf.* par exemple Reifschneider et Williams, 2000) montrent qu'avec une cible d'inflation moyenne de 2 %, le risque de tomber en déflation est très faible, mais que ce risque augmente très vite dès que la cible approche 0. Cet argument milite donc pour un objectif d'inflation moyenne significativement positif.

1.2. Biais de mesure des indices de prix et hétérogénéité des productivités en Europe militent aussi pour un relèvement de la cible

Depuis le rapport Boskin (1996), il est admis que les indices de prix publiés par les instituts statistiques nationaux sont entachés d'un biais de mesure systématique liés à une mauvaise prise en compte des effets de qualité, particulièrement pour l'informatique, les logiciels et à la difficulté d'intégrer les rabais commerciaux... En Europe, les estimations disponibles (Lequiller, 1997 pour la France, Hoffman, 1999 pour l'Allemagne et Ruiz, Castillo et *alii*, 2001 pour l'Espagne) tendent à indiquer que ce biais pourrait être de l'ordre de 0,5 % en moyenne. L'existence de ce biais signifie donc que pour éviter la déflation, il faudrait empêcher l'inflation en Europe de descendre en dessous de 0,5 %.

Il faut ensuite tenir compte du rattrapage des prix des pays les moins avancés de la zone euro vers le niveau plus élevé des prix dans les pays où le revenu par tête est plus élevé : c'est ce qu'on appelle l'effet Balassa-Samuelson. Cet effet est lié au mécanisme suivant : les prix des biens échangés étant déterminés sur les marchés mondiaux ont des taux de croissance (exprimés dans une monnaie commune) similaires dans tous les pays. Or, les pays les moins avancés (en « rattrapage ») connaissent des gains de pro-

ductivité sur ces biens supérieurs aux gains des pays les plus avancés, alors que l'écart est beaucoup plus faible pour les biens non échangeables (services principalement) ; ces gains de productivité supérieurs se traduisent donc par une hausse des salaires réels plus forte dans le secteur exposé et, par contagion, dans le secteur abrité. Les prix relatifs des secteurs abrités croissent donc plus vite dans les pays moins avancés que dans les pays les plus avancés. Ce mécanisme permet de comprendre l'appréciation des taux de change réels, mesurés par rapport à l'ensemble des prix, que l'on constate très généralement pour les pays en rattrapage.

Bien que les pays de la zone euro aient un niveau de développement comparable, des différences existent encore entre eux. Ces différences justifient donc des évolutions différentes des taux de change réels des pays de la zone euro. Les taux de change nominaux étant désormais fixes, ces différences sur les taux de change réels se traduisent par des différentiels d'inflation qui ne sont pas totalement négligeables entre pays de la zone euro, ce qui explique une partie des écarts constatés aujourd'hui entre l'Espagne ou la Finlande et l'Allemagne ou la France. Les estimations disponibles⁽⁷⁾ montrent ainsi que l'Allemagne pourrait connaître une inflation structurellement⁽⁸⁾ inférieure à la moyenne de la zone euro, de l'ordre de 0,6 à 0,9 point dans les années qui viennent, tandis que le biais serait de même ampleur, mais de sens inverse pour d'autres pays (la Finlande ou l'Italie par exemple). Notons que ces écarts n'expliquent qu'une petite partie des écarts d'inflation existants dans la zone euro (20 à 50 % selon les analyses économétriques) : le marasme récurrent de l'économie allemande et le boom de la demande en Espagne ou en Irlande sont des facteurs au moins aussi importants à prendre en compte.

En tout état de cause, l'effet Balassa-Samuelson implique que, pour éviter le risque de déflation dans le pays le plus avancé de la zone, l'Allemagne, il faut encore relever la cible d'inflation de la zone euro de plus d'un demi point. Si on ajoute les biais de mesure, c'est donc à 1,0 % au moins qu'il faut fixer le bas de la fourchette d'inflation dans la zone euro.

1.3. Un passage nécessaire à une bande plus large et à un ciblage sur l'inflation anticipée

Les économies sont soumises en permanence à des chocs et la capacité de la politique monétaire à contrecarrer ces chocs est à court terme très limitée. Dans ces conditions, se fixer une cible trop étroite, c'est courir le risque de la manquer souvent.

Les choses se compliquent encore en cas de chocs d'offre transitoires. La politique monétaire n'a certes pas à se préoccuper des chocs d'offre

(7) Canzoneri, Cumby, Diba et Eude (1998), De Grauwe et Skudelny (2000) et Sinn-Reutter (2001).

(8) Tant que le rattrapage des autres pays de la zone ne sera pas achevé...

permanents. Supposons par exemple une hausse permanente des taux d'imposition ou des charges sociales. Il s'ensuit une perte définitive d'emplois et de production, qui ne peut être compensée par la politique monétaire puisque celle-ci n'a, à long terme, d'effet que sur les prix.

Mais un choc d'offre défavorable conduit à la fois à une hausse (transitoire puisque le choc est lui-même transitoire) de l'inflation et à une baisse de l'activité réelle. La banque centrale est alors dans ce cas très gênée puisque l'inflation augmente, alors que l'inflation sous-jacente reste faible et que l'activité ralentit.

C'est ce qui s'est produit pour la BCE avec la hausse du prix du pétrole en 1999-2000. L'inflation de la zone euro est ainsi restée au dessus de 2 % du début 2000 à la mi-2002, ce qui a freiné la liberté de la BCE de passer à une politique monétaire plus expansionniste au moment où s'amorçait le retournement de l'activité.

Dans le cas de chocs d'offre liés au prix du pétrole, on pourrait envisager que la BCE suive l'inflation sous-jacente (le core CPI). Cependant, on peut envisager beaucoup d'autres sortes de chocs d'offre : prix des autres matières premières, salaires, productivité globale des facteurs... Dans tous les cas, on peut obtenir la configuration vue en 1999, 2000 et 2001 : d'abord une élévation de l'inflation, qui pourrait pousser la BCE à durcir la politique monétaire, puis un retournement à la baisse de l'activité, puis, avec un assez long retard, un recul de l'inflation, à la fois parce que le choc est transitoire et en raison de la baisse de la production. Il serait donc tout à fait indésirable, dans ces circonstances, que la BCE ait à durcir la politique monétaire initialement, au moment où l'inflation dépasse le maximum toléré ; mais avec l'objectif actuel d'inflation, ce peut être le cas, et il y a alors risque de perte de crédibilité si l'excès d'inflation n'entraîne pas de réaction.

Pour éviter ces inconvénients lors des chocs d'offre, il serait donc souhaitable de passer à une fourchette plus large pour l'inflation objectif (de 1 à 4 % par exemple, si l'on tient compte de la nécessité d'avoir un bas de fourchette d'au moins 1 %).

2. Pour un changement de stratégie

2.1. Passage à un horizon long

La modification de l'objectif doit s'accompagner d'un changement de stratégie (*cf.* également sur ce point le rapport de Charles Wyplosz). La référence au premier pilier doit être supprimée : comme on l'a montré dans le chapitre 1, les évolutions de M3 n'annoncent pas celles de l'inflation.

L'objectif d'inflation future dispense de donner trop d'importance à l'inflation courante. Mais, cela suppose que le public soit à même de porter un jugement sur l'adéquation entre la prévision d'inflation de la Banque cen-

trale et les moyens qu'elle entend mettre en œuvre pour atteindre cet objectif. Il faut donc, comme la Banque d'Angleterre, que la Banque centrale fasse connaître précisément l'horizon de sa prévision et explique clairement, le cas échéant, pourquoi elle ne peut pas, à cet horizon, atteindre sa cible d'inflation. Elle ne peut pas se contenter d'un discours vague ou de l'affichage d'une fourchette très large d'inflation prévue sans discussion de ses déterminants, des hypothèses et des mécanismes qui sous-tendent la prévision.

Comme on l'a vu dans le chapitre 1, l'essentiel des chocs qui ont provoqué un supplément d'inflation dans la zone euro depuis 1999 sont des chocs d'offre (hausse du prix du pétrole, des prix alimentaires...). Il est alors très important d'utiliser un horizon long pour l'objectif d'inflation future et de communiquer cette information. En effet, les chocs défavorables d'offre ont d'abord comme effet d'accroître l'inflation, avant de freiner l'activité. La banque centrale doit avoir la liberté de ne pas réagir à cette poussée, qui ne sera que transitoire, d'inflation, d'où la nécessité d'un horizon long.

2.2. Le poids du passé

Le choix de la fourchette d'inflation de 0 à 2 % et de l'agrégat monétaire M3 comme centre du « premier pilier » résultait essentiellement des contraintes subies par les banques centrales au moment du choix des règles (entre 1996 et 1998).

À cette époque, l'inflation était très basse dans plusieurs pays, en Allemagne en particulier ; la plupart des banques centrales utilisaient un objectif intermédiaire monétaire. Il aurait été très difficile, de ce fait, d'afficher un objectif d'inflation plus élevé que 2 % ; le message aurait été une moindre aversion pour l'inflation de la nouvelle banque centrale, provoquant probablement une hausse des anticipations d'inflation. Il fallait, à cette époque, montrer que la BCE était au moins aussi « bonne » que la Bundesbank, et ne devenait pas la banque centrale « moyenne » des pays de l'Union monétaire.

Mais la situation est-elle semblable aujourd'hui ? Les pays d'Europe du Sud ne présentent plus l'image inflationniste qu'ils avaient encore au milieu des années quatre-vingt-dix ; on pourrait expliquer aux opinions publiques pour quelles raisons l'objectif d'inflation est un peu rehaussé.

2.3. Les prix d'actifs

Enfin, la Banque centrale se doit d'attacher une importance plus grande à l'évolution du prix des actifs.

En effet, la constitution, puis l'explosion, de la bulle mobilière et immobilière sont souvent considérées comme la cause du marasme qui affecte depuis plus de dix ans l'économie japonaise. La Banque centrale japonaise, parce qu'elle aurait tardé à durcir sa politique au moment où se constituait

la bulle, est également tenue pour partie responsable de cette situation. C'est pourquoi de plus en plus d'observateurs recommandent aujourd'hui aux banques centrales d'intégrer le prix des actifs dans leurs objectifs intermédiaires.

Pourtant, les banquiers centraux répugnent à introduire les prix d'actifs dans l'objectif de la politique monétaire. Leurs arguments sont compréhensibles :

- il est difficile de savoir ce que sont les prix « normaux » des actifs financiers ; pourquoi les banques centrales sauraient elles mieux détecter les bulles que les marchés (Bernanke et Gertler, 1999) ?
- les banques centrales ne veulent pas être amenées à intervenir directement sur les marchés d'actifs (immobilier, actions) pour en stabiliser les prix ;
- il y a un risque d'aléa de moralité si on sait que les banques centrales vont soutenir les prix d'actifs.
- la multiplication des objectifs rend moins transparente la politique des banques centrales (Bernanke et *al.*, 1999, Faust et Svensson, 2001, Atkeson et Kehoe, 2001 et Mishkin, 1999).

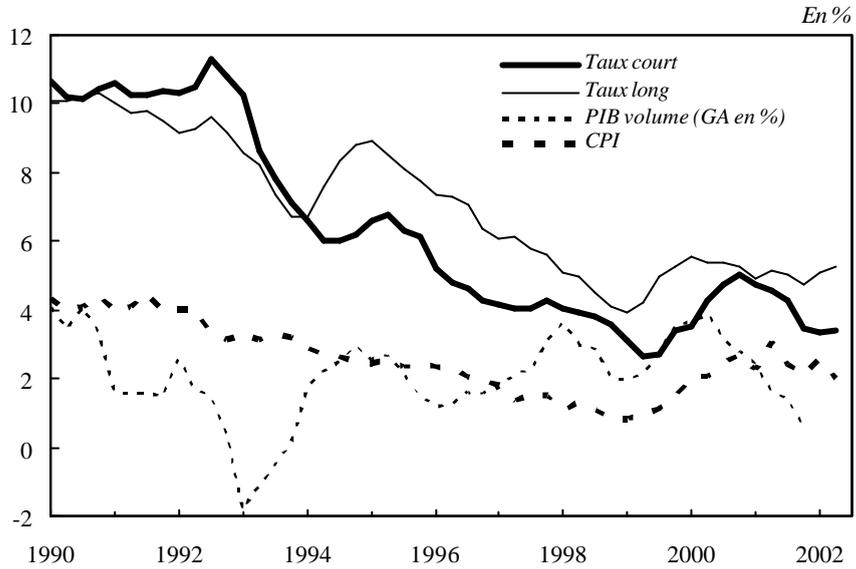
S'il est clair que les prix des actifs ne peuvent pas constituer en tant que tels un objectif de la politique monétaire, trois types d'arguments militent cependant pour que les banques centrales les intègrent dans la liste des indicateurs qui éclairent leurs décisions en matière de taux (le fameux « second pilier » de la BCE).

Tout d'abord, la politique monétaire agit, que les banquiers centraux le veuillent ou non, sur les prix des actifs. La première réaction à une variation de l'orientation de la politique monétaire est même celle des prix des actifs, les réactions des prix des biens (des prix des biens non échangés en particulier) et de l'activité réelle venant beaucoup plus tard. Le fait que les prix d'actifs jouent le rôle d'absorbants des déséquilibres implique que la réaction des prix des biens à ces déséquilibres est plus lente, repoussée dans le temps. Ceci doit conduire à un allongement des délais d'action de la politique monétaire sur l'activité réelle et sur les prix.

Les graphiques 14 et 15 tendent ainsi à indiquer que les baisses de taux court en Europe (depuis la mi 1992, puis en 1995-1996, puis encore en 1998) ont eu un effet sur la croissance réelle avec un retard d'un an au moins : le PIB repart à la fin de 1997, à la mi-1997, à la mi-1999. L'effet sur l'inflation est encore plus décalé, s'il existe, que celui sur le PIB. Il semble que ce soit l'investissement des entreprises qui présente le retard le plus clair de réaction à l'évolution des taux courts.

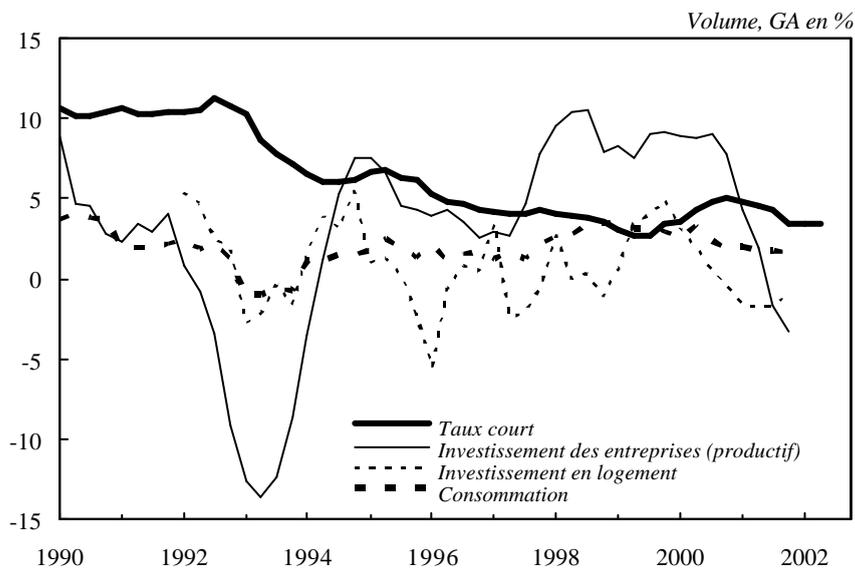
Ensuite, les prix des actifs ont des effets incontestables sur la demande (effet de richesse en ce qui concerne la consommation des ménages, effet sur la disponibilité du crédit de la valeur du collatéral que constituent les actifs des emprunteurs...) et donc, par conséquent, sur l'évolution des prix : à ce titre, ils doivent contribuer, *en temps ordinaire*, à l'appréciation des perspectives d'inflation.

14. Zone euro : taux, PIB et inflation



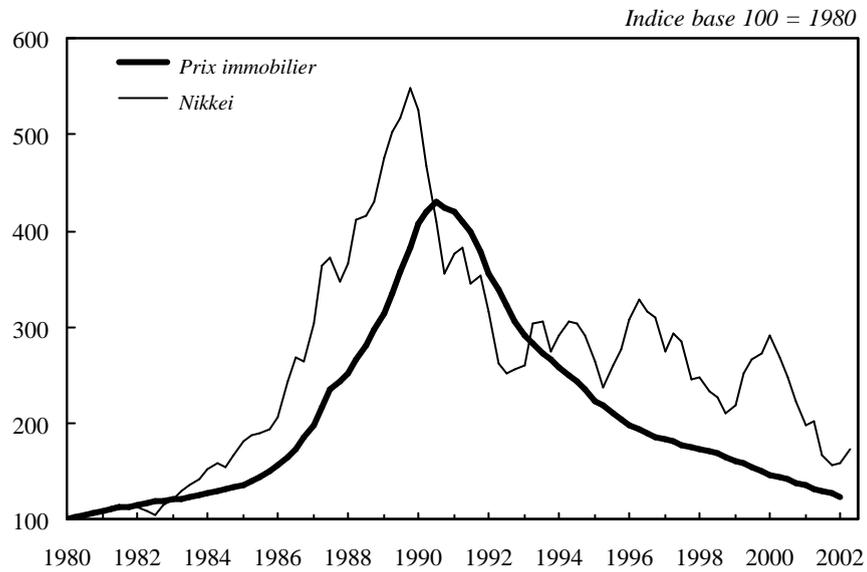
Source : Datastream.

15. Zone euro : taux court, investissement et consommation



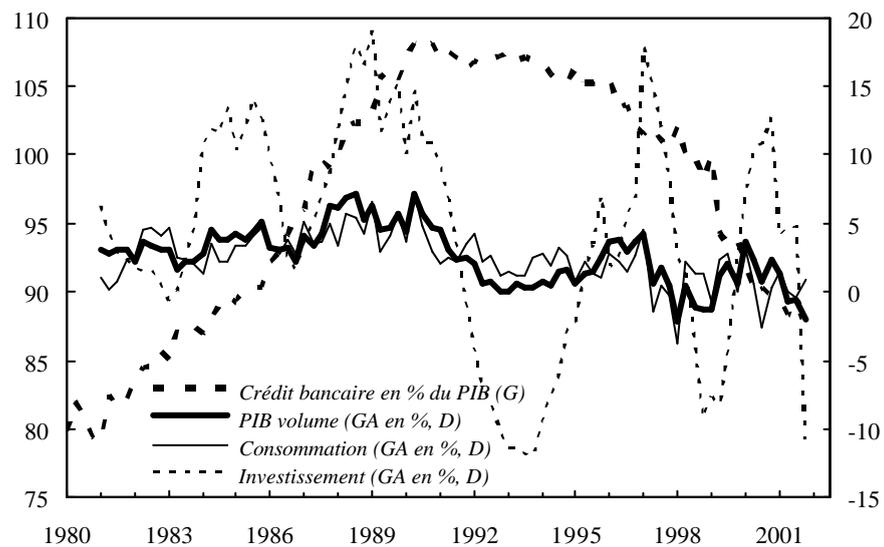
Source : Datastream.

16. Japon : Nikkei et prix immobilier



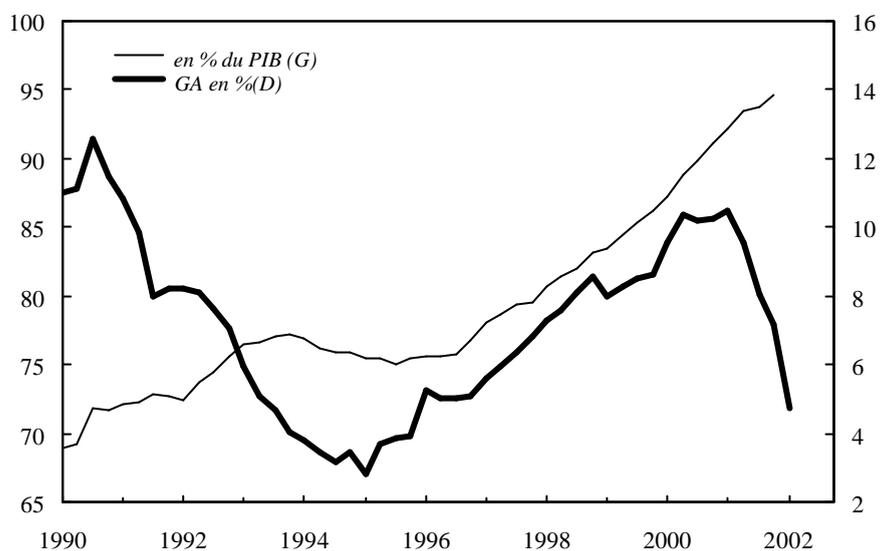
Source : Datastream.

17. Japon : croissance, consommation, investissement et crédit



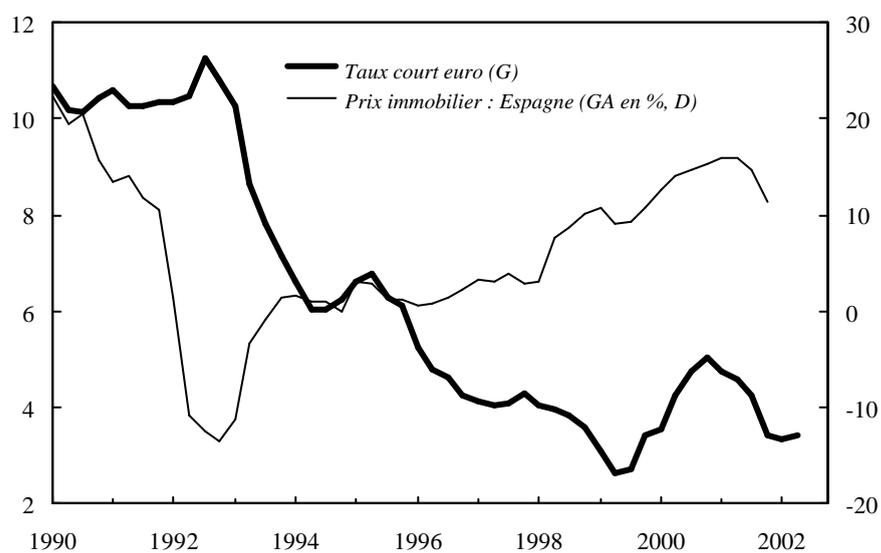
Source : Datastream.

18. Zone euro : prêts bancaires au secteur privé



Source : BCE.

19. Espagne : Prix immobilier et taux court



Source : Datastream.

Enfin, la constitution de bulles spéculatives sur les prix d'actifs puis leur éclatement peuvent avoir des effets dramatiques sur l'économie et le secteur bancaire (ce que mentionnent Cecchetti, Genburg, Lipsky et Wadhvani, 2000 et Goodhart, 1996). L'effet sur l'activité et les prix de l'éclatement des bulles outrepassent nettement l'effet qu'ont les fluctuations « normales » des cours des actifs : l'éclatement des bulles financières porte en elle le risque de déflation, comme l'illustrent la crise de 1929 et, plus récemment, le marasme japonais des années quatre-vingt-dix. Or, on l'a vu, face à ce risque, la politique monétaire perd de son efficacité et les autorités monétaires deviennent donc incapables d'assurer la stabilité des prix. Des autorités monétaires soucieuses de remplir leur mandat se doivent par conséquent d'être vigilantes vis-à-vis de la constitution de bulles.

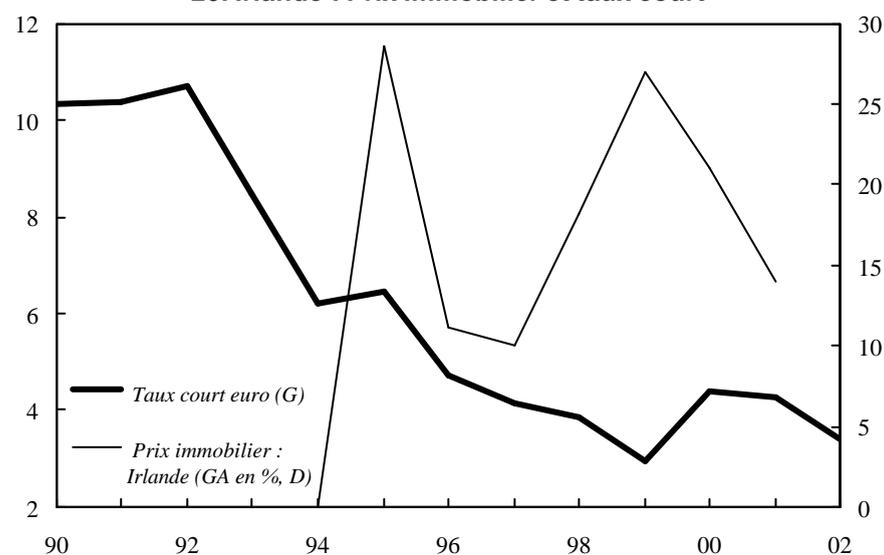
L'exemple du Japon est éclairant : si la Banque du Japon avait pu empêcher que la bulle boursière et immobilière apparaisse, dans les années quatre-vingt (cf. graphique 16) puis éclate, dans les années quatre-vingt-dix, le Japon n'aurait probablement pas connu l'excès d'endettement, puis le recul de la demande et la crise bancaire qui en ont résulté (cf. graphique 17).

À ce titre, il faut recommander à la BCE d'être très attentive à l'évolution des prix d'actifs dans certains pays de la zone euro, où l'expansion du crédit conduit depuis quelques années à une forte hausse des prix de l'immobilier.

Le crédit au secteur privé progresse en effet beaucoup plus vite que le PIB de la zone euro depuis 1996 (graphique 18) s'agit pour beaucoup de crédits hypothécaires dans les pays où les prix de l'immobilier augmentent rapidement (Portugal, Espagne, Irlande, Pays-Bas et France).

On voit par exemple dans les cas de l'Espagne et de l'Irlande l'accélération des prix de l'immobilier à partir du moment où les taux d'intérêt à court terme deviennent faibles (graphiques 19 et 20).

20. Irlande : Prix immobilier et taux court



Source : Datastream.

3. Conclusion : être plus précis sur l'objectif et prendre garde à la crédibilité

Au total, il nous semble que l'objectif d'inflation de la BCE (0 à 2 %) est trop bas, trop étroit ou mal défini. Les rigidités nominales, concernant les taux d'intérêt ou les taux de salaire, ainsi que la déformation des prix relatifs, conduisent à des biais lorsque l'inflation est trop faible. L'hétérogénéité des pays de la zone euro s'est accrue en particulier en raison de l'évolution des prix des services ; le maintien de l'inflation en dessous de 2 % pour l'ensemble de la zone conduit à une inflation très faible pour les pays les moins inflationnistes, à une baisse des prix des produits manufacturés. L'existence de chocs transitoires d'offre rend difficiles les choix de politique monétaire à court terme lorsque la fourchette objectif est trop étroite.

Il serait plus efficace et plus confortable pour la BCE d'avoir un objectif d'inflation sous la forme d'une fourchette plus large, et, à terme, de passer à un objectif d'inflation prévue, comme pour la Banque d'Angleterre, ce qui suppose donc qu'elle soit beaucoup plus précise sur l'horizon et les déterminants de ses prévisions d'inflation.

En l'absence de modification de l'objectif, le risque serait grand soit que la BCE perde de la crédibilité si l'inflation reste supérieure durablement à l'objectif, soit qu'elle soit amenée à mener structurellement une politique trop restrictive, défavorable à la croissance et l'emploi et susceptible d'une remise en cause par les opinions publiques européennes du bien-fondé de ses actions.

Chapitre 3

La perception de la BCE par les marchés

L'une des critiques souvent adressée par les observateurs à la BCE est que sa communication vis-à-vis des marchés est déficiente et que ses actions sont par conséquent difficiles à prévoir. Dans ce chapitre, nous testons cette hypothèse à partir de la structure à terme des taux d'intérêt. Nous regardons également si la BCE en paie le prix en termes de crédibilité.

1. Les actions de la BCE sont-elles difficiles à prévoir ?

Pour analyser la qualité de la communication de la BCE, une méthode naturelle consiste à examiner si les actions futures des banques centrales sont bien prévues par les marchés financiers. À cet effet, nous comparons l'anticipation par les marchés de l'orientation de la politique monétaire de la *Réserve fédérale* et la BCE à deux horizons :

- à *court terme* (avec quelques jours ou quelques semaines d'avance), les marchés anticipent-ils bien les mouvements des taux directeurs ? Nous utiliserons pour cela l'information donnée par *les taux d'intérêt à 1 mois* ;
- à *plus long terme* (6 mois, 1 an), la direction des politiques monétaires est-elle bien prévue ? Nous analyserons ici les *contrats futurs sur taux 3 mois* (Euribor et Eurodollar).

La méthodologie est la suivante. En ce qui concerne la prévisibilité à court terme, pour toutes les dates de réunion du Federal Open Market Committee (FOMC) (aux États-Unis) et du Conseil de la BCE (zone euro) depuis 1999, nous regardons le taux d'intérêt à 1 mois, 1 semaine et 2 semaines avant la date de réunion et nous le comparons au taux théorique à 1 mois correspondant à la décision qui a été effectivement prise par la Banque centrale (1 semaine ou 2 plus tard). Le taux théorique est calculé comme la moyenne sur un mois des taux au jour le jour. Donnons un exemple : si, une semaine après la date examinée, la Banque centrale augmente le taux d'intervention de 50 points de base, ça accroît (normalement) *ex post* le taux sur le mois de $\frac{3}{4} \times 50$ points de base, et nous regardons si ceci est incorporé dans le taux à 1 mois à la date d'observation. La mesure de l'erreur de prévision est l'écart entre le taux à 1 mois observé à cette date et la moyenne observée *ex post* des taux au jour le jour (1 semaine avant la date de réunion du conseil de la Banque centrale, 3 semaines après).

En ce qui concerne la prévisibilité à moyen terme, nous prenons tous les contrats Euribor et eurodollar 3 mois de mars 1999 à mars 2002, et, sur des périodes de 3 mois/6 mois/1 an avant la date d'expiration du contrat, nous calculons l'erreur de prévision qui est l'écart entre le taux d'intérêt à 3 mois à l'échéance et le taux d'intérêt (correspondant à la valeur du contrat) au jour observé. S'il y avait prévision parfaite, le taux à 3 mois à l'échéance serait connu et le taux du contrat ne dévierait pas de cette valeur finale.

Sur les périodes de 3 mois/6 mois/1 an, nous calculons les moyennes des valeurs absolues des erreurs quotidiennes sur chaque contrat.

En ce qui concerne l'analyse de court terme, on sait que, dans la zone euro, la baisse des taux du printemps 1999 a été mal anticipée, ainsi que les baisses des taux de l'automne 2001. Aux États-Unis, le taux à 1 mois observé est systématiquement en retard en 2001 par rapport au taux d'intérêt correspondant aux anticipations parfaites.

Le tableau 2 montre la moyenne des valeurs absolues des écarts taux 1 mois / taux 1 mois s'il avait été anticipé parfaitement, 1 semaine ou 2 semaines avant les dates des réunions FOMC ou BCE.

2. Erreurs de prévision des taux à 1 mois avant les réunions Fed/BCE 1999-2002)

	<i>En points de base</i>		
	États-Unis	Zone euro	Zone euro ^(*)
1 semaine avant réunion	19,3	10,2	12,3
2 semaines avant réunion	21,6	12,1	11,6

Note : (*) Seulement quand il y a eu changement de taux.

Sources : Datastream et calculs de l'auteur.

Nous avons aussi fait le même calcul en enlevant le point correspondant à la hausse des taux avant le 1^{er} janvier 2000. Celle-ci est en effet imputable à l'augmentation des besoins de liquidité qu'a occasionnée la préparation au bug de l'an 2000 (Y2K), qui perturbe la série de taux 1 mois (tableau 3).

3. Erreurs de prévision des taux à 1 mois sans Y2K

	<i>En points de base</i>		
	États-Unis	Zone euro	Zone euro ^(*)
1 semaine avant réunion	16,4	9,7	12,3
2 semaines avant réunion	18,7	11,1	11,6

Note : (*) Quand changement de taux.

Sources : Datastream et calculs de l'auteur.

La conclusion est claire. À court terme, les marchés financiers prévoient mieux depuis 1999 les décisions de la BCE que celles de la Réserve fédérale : l'erreur de prévision, à 1 ou 2 semaines, est presque deux fois plus faible pour la BCE que pour la Fed.

Passons maintenant à l'analyse de moyen terme. Les erreurs de prévision des taux à 3 mois révélées par les contrats Euribor et Eurodollar, sont montrées, contrat par contrat, sur les tableaux 4 et 5. Rappelons que l'erreur est la valeur moyenne des erreurs d'anticipation (en valeur absolue), en données quotidiennes, du taux à 3 mois à l'échéance du contrat.

Ici aussi, les erreurs d'anticipations sont deux fois plus importantes dans le cas des États-Unis que dans celui de la zone euro.

Les erreurs d'anticipation sont importantes en 1999 et début 2000 pour la zone euro ; à partir de l'automne 2000 pour les États-Unis. La baisse puis la remontée du taux d'intervention de la BCE en 1999-2000 ont été mal prévues, de même que la forte baisse du taux des Fed Funds en 2001.

Au total, il semble donc que, contrairement à ce que nombre d'observateurs pensent, les marchés financiers prévoient mieux les actions de la BCE que celles de la Réserve fédérale. Sans doute ces observateurs gardent-ils en mémoire la baisse inattendue du repo € d'avril 1999, mais depuis les marchés ont bien anticipé, à court (1-2 semaines) et moyen (3-12 mois) termes les décisions de la BCE.

4. Zone euro : moyenne des écarts absolus des erreurs sur les contrats Euribor 3 mois

	3 mois avant	6 mois avant	12 mois avant
Décembre 1998	0,14	0,26	0,47
Mars 1999	0,03	0,13	0,52
Juin 1999	0,03	0,16	0,53
Septembre 1999	0,05	0,06	0,21
Décembre 1999	0,04	0,13	0,29
Mars 2000	0,09	0,14	0,43
Juin 2000	0,13	0,27	0,51
Septembre 2000	0,06	0,12	0,35
Décembre 2000	0,16	0,22	0,23
Mars 2001	0,09	0,18	0,28
Juin 2001	0,08	0,08	0,39
Septembre 2001	0,10	0,14	0,32
Décembre 2001	0,04	0,31	0,64
Mars 2002	0,06	0,17	0,41
Moyenne	0,08	0,17	0,40

Sources : Datastream et calculs de l'auteur.

**5. États-Unis : moyenne des écarts absolus des erreurs
sur les contrats Eurodollar 3 mois**

	3 mois avant	6 mois avant	12 mois avant
Décembre 1998	0,12	0,22	0,36
Mars 1999	0,02	0,16	0,38
Juin 1999	0,09	0,12	0,28
Septembre 1999	0,04	0,15	0,40
Décembre 1999	0,07	0,15	0,38
Mars 2000	0,06	0,10	0,26
Juin 2000	0,10	0,13	0,36
Septembre 2000	1,00	0,95	1,12
Décembre 2000	0,13	0,11	0,23
Mars 2001	0,26	0,86	1,51
Juin 2001	0,27	0,67	1,70
Septembre 2001	0,35	0,63	1,49
Décembre 2001	0,17	0,86	1,79
Mars 2002	0,06	0,12	1,08
Moyenne	0,20	0,37	0,81

Sources : Datastream et calculs de l'auteur.

2. La BCE est elle crédible ?

Lorsqu'une banque centrale est crédible, les chocs potentiellement inflationnistes ne conduisent pas à une hausse des taux d'intérêt à terme aux maturités moyennes ou longues. En effet, les marchés financiers pensent que la réaction de la Banque centrale au supplément d'inflation permettra de juguler rapidement celui-ci, et qu'ultérieurement les taux courts pourront donc revenir à leur niveau normal. Si on examine les taux à terme, on doit donc observer, lorsqu'il y a crédibilité, en cas de choc inflationniste, une hausse des taux pour les premières maturités, mais une absence de réaction pour les taux à terme correspondant aux périodes ultérieures.

Au contraire, si une banque centrale n'est pas crédible, les chocs inflationnistes, que les marchés ne pensent pas qu'elle parviendra à maîtriser, entraînent tous les taux d'intérêt à terme à toutes les maturités. Nous examinons ce point aux États-Unis (sur la période 1990-2002), en Allemagne (sur la période 1990-1998), pour la zone euro (sur la période 1999-2002).

2.1. Il faut d'abord identifier les chocs inflationnistes

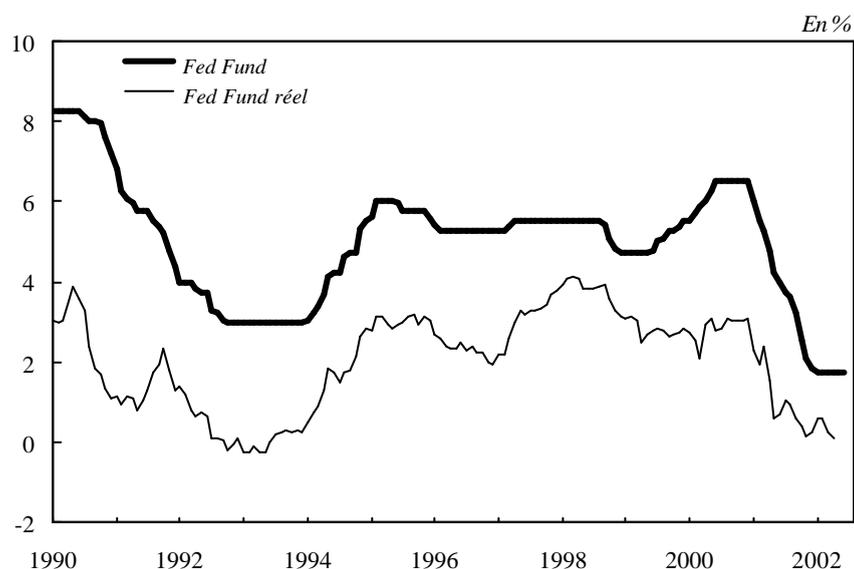
Aux États-Unis, il y a eu poussée des coûts salariaux unitaires au début de la décennie quatre-vingt-dix, puis à partir de 1998 ; le taux d'utilisation des capacités est élevé en 1990-1994-1997 et 2000 ; l'inflation a été plus forte en 1990-1991, de la fin de 1999 au début de 2001. On peut donc retenir comme périodes présentant des chocs potentiellement inflationnistes aux États-Unis : 1990-1991 ; 1994 ; 1998-2000.

En Allemagne les coûts salariaux ont progressé rapidement après la réunification, puis en 1995 ; à ces mêmes dates et en 1998, le taux d'utilisation des capacités est élevé. L'inflation apparaît après la réunification, en 1992-1993, un peu aussi à la fin de 1997. On peut donc prendre comme périodes à chocs inflationnistes 1991-1993 et 1997-1998.

Dans la zone euro, la BCE est confrontée à des taux d'utilisation élevés en 2000, à une hausse des coûts unitaires au second semestre 2000 et en 2001. L'inflation est supérieure au seuil de 2 % depuis le début de l'année 2000. Pratiquement toute la période 2000-2001 présente donc des risques de pressions inflationnistes dans la zone euro

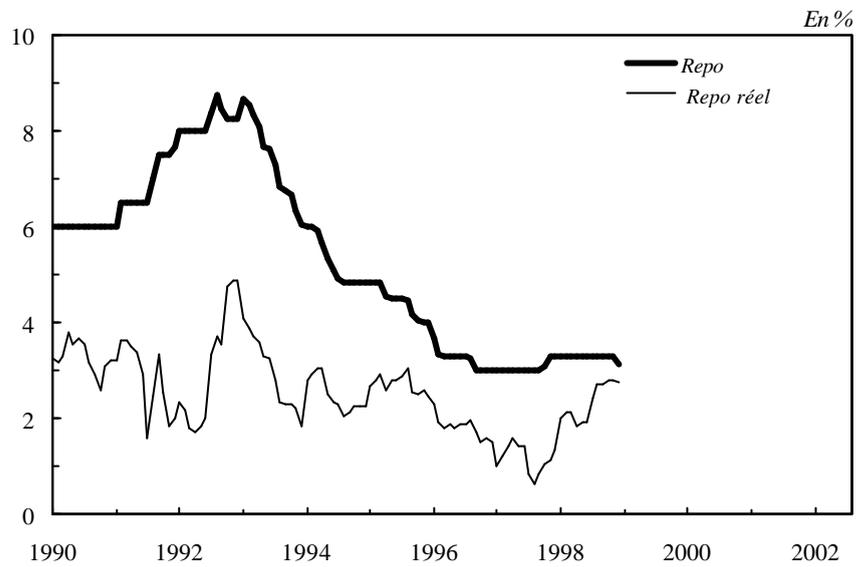
Regardons les réactions des politiques monétaires à ces chocs. Aux États-Unis, la politique monétaire est effectivement restrictive en 1990-1991, 1994-1995 et en 2000 (graphique 21) ; en Allemagne (graphique 22) en 1991-1993 et (très peu) à la fin de 1997 ; dans la zone euro, le taux repo monte de la fin de 1999 à la fin de 2000 (graphique 23), mais baisse en 2001 alors que les coûts salariaux accélèrent. Aux États-Unis et en Allemagne (jusqu'en 1998) il y a bien coïncidence entre les périodes de chocs inflationnistes et celles où la politique monétaire devient restrictive ; ce n'est pas le cas en 2001 dans la zone euro.

21. États-Unis : taux Fed Funds



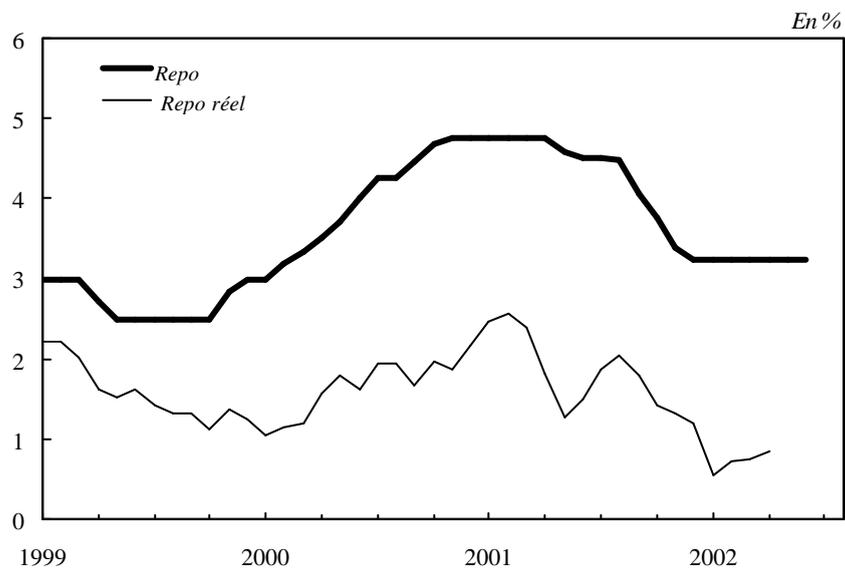
Source : Datastream.

22. Allemagne : taux repo



Source : Datastream.

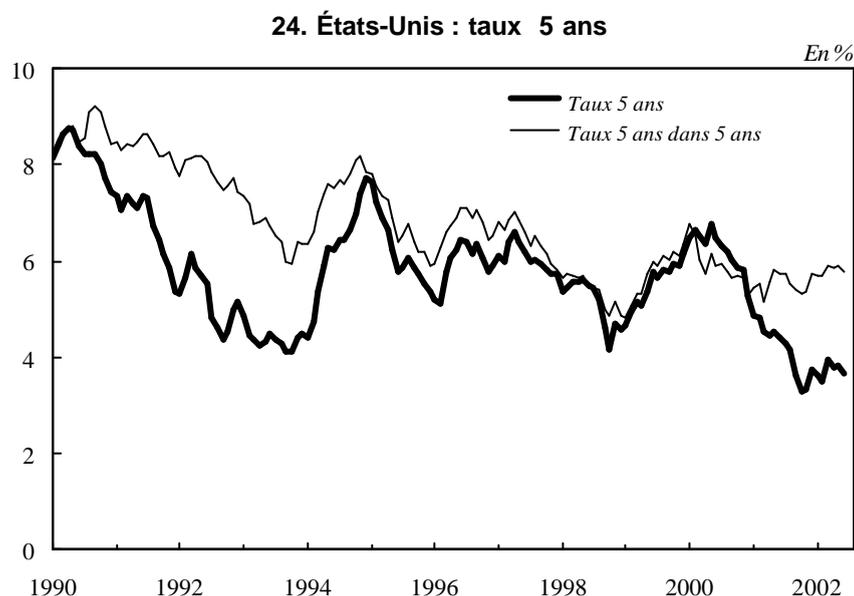
23. Zone euro : taux repo



Source : Datastream.

2.2. Analysons maintenant les réactions des courbes des taux dans les périodes de chocs inflationnistes

Aux États-Unis, dans tous les épisodes de hausses des taux (1990-1994-1999-2000) le taux à 6 mois dans 6 mois réagit davantage que le taux à 6 mois. Les taux à 1 an dans 1 an et à 1 an dans 2 ans réagissent autant que le taux 1 an en 1990 et 1994, un peu moins en 1999-2000. Le 2 ans dans 3 ans et le 2 ans réagissent de manière similaire en 1994 et 1999 ; il en est de même du 5 ans et du 5 ans dans 5 ans (graphique 24) : jusqu'à la fin de la période, les durcissements monétaires en période de choc inflationniste se transmettent à toute la courbe des taux aux États-Unis.



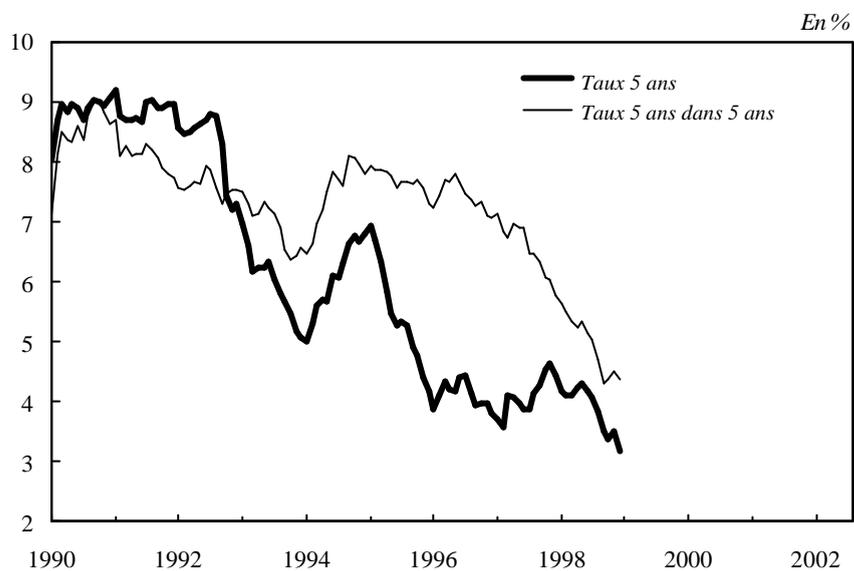
Source : Datastream.

En Allemagne, le taux à 6 mois dans 6 mois réagit autant (1992) ou plus (1994, 1997-1998) que le taux à 6 mois. En 1991-1992, les taux à 1 an dans un an et à 1 an dans 2 ans ne suivent pas le taux à 1 an ; ils réagissent plus que le taux à 1 an en 1994 et 1997. Le taux à 2 ans dans 3 ans réagit moins que le taux à 2 ans en 1992 et 1997, davantage en 1994.

Enfin le taux à 5 ans dans 5 ans ne réagit pas aux variations du taux à 5 ans en 1991-1992 et en 1997, a une variation similaire en 1994 (graphique 25).

Ceci montre que, lorsque les chocs inflationnistes viennent d'Allemagne (1991-1993 et 1997-1998), la courbe des taux allemande amortit fortement la réaction des taux courts à partir des maturités 2 à 3 ans. Ce n'est pas le cas en 1994, mais on sait qu'il s'agit alors de la contagion due à la réaction de la Réserve fédérale, et pas, on l'a vu, d'un choc inflationniste domestique.

25. Allemagne : taux 5 ans



Source : Datastream.

26. Zone euro : taux 5 ans



Source : Datastream.

Il y avait donc apparemment crédibilité de la Bundesbank en réaction aux poussées d'inflation domestique, même si l'épisode de 1994 montre que cette crédibilité n'était pas totale, la capacité de la Buba à résister aux chocs inflationnistes de nature externe n'étant pas considérée comme aussi forte que celle à résister aux chocs internes.

Dans la zone euro, enfin, comme dans les autres pays, le taux à 6 mois dans 6 mois varie au moins autant que le taux à 6 mois. À la hausse des taux de 1999-2000, le 1 an dans 1 an et le 1 an dans 2 ans montent autant que le 1 an, le 2 ans dans 3 ans presque autant que le 2 ans, le 5 ans dans 5 ans initialement autant que le 5 ans (graphique 26).

En 1999-2000, les hausses des taux courts euro se sont transmises à toute la courbe des taux 5 ans sans amortissement.

Il faut cependant nuancer cette constatation : comme on l'a vu dans le premier chapitre, les taux longs en euros dépendent beaucoup des taux longs américains, et ceux-ci ont fortement monté en 1999. On observe peut-être seulement la transmission des taux longs et non une réaction à la politique monétaire de la zone euro.

On peut aussi s'intéresser à la période récente de forte détente monétaire. Aux États-Unis, la baisse de 500 points de base du taux à 6 mois conduit à une baisse de 500 points de base du taux à 1 an, de 360 points de base du taux à 2 ans, de 300 points de base du taux à 5 ans, de 50 points de base du 5 ans dans 5 ans.

Dans la zone euro, la baisse de 150 points de base du taux à 6 mois (fin 2000 à juin 2001) conduit à une baisse de 130 points de base du taux à 1 an de 100 points de base du taux à 2 ans, de 80 points de base du taux à 5 ans, et à aucune baisse du 5 ans dans 5 ans : la transmission sur la courbe de la baisse des taux courts est similaire à celle observée aux États-Unis. Que le 5 ans dans 5 ans ne réagisse pas montre que, dans les deux cas, les marchés ne croient pas que la baisse des taux courts résulte d'une baisse des anticipations d'inflation à moyen terme.

Ni la courbe des taux sur le dollar, ni la courbe des taux sur l'euro (avec la réserve qu'elle est très liée à la courbe sur le dollar, surtout pour les maturités longues) n'amortissent les hausses des taux courts dans les chocs inflationnistes domestiques : ceci peut signifier que les marchés ne croient pas que les hausses de taux directeurs seront suffisantes pour faire disparaître le risque inflationniste à moyen terme aux États-Unis et aujourd'hui dans la zone euro. Au contraire, les hausses de taux courts allemands, dans les mêmes circonstances ne se transmettaient que peu aux maturités supérieures à 2-3 ans. Seule, de ces trois banques centrales, la Bundesbank était réellement crédible au sens où les marchés considéraient qu'elle ne laisserait pas apparaître durablement de l'inflation. De même, les politiques monétaires expansionnistes menées aujourd'hui aux États-Unis et dans la zone euro ne sont pas interprétées comme le signe de la disparition de l'inflation à moyen terme.

Le risque de perte de réputation de la BCE, à partir d'une situation où la crédibilité est encore à acquérir, existe donc vraiment.

Références bibliographiques

- Akerlof G.A., W.T. Dickens et G.L. Perry (1996) : « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 1-76.
- Akerlof G.A., W.T. Dickens et G.L. Perry (2000) : « Near-Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Alesina A., O. Blanchard, J. Gali, F. Giavazzi et H. Uhlig (2001) : *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area*, CEPR, Londres.
- Amirault D. et B. O' Reilly (2001) : « The Zero Bound on Nominal, Interest Rates: How Important is it? », *Banque du Canada Working Paper*, n° 2001-6, avril.
- Atkeson A. et P. Kehoe (2001) : « The Advantage of Transparent Instruments of Monetary Policy? », *NBER Working Paper*, n° 8681, décembre.
- Benhabib J., S. Shmitt-Grohé et M. Uribe (2001a) : « The Perils of Taylor Rules », *Journal of Economic Theory*, n° 96, janvier/février, pp. 40-69.
- Benhabib J., S. Shmitt-Grohé et M. Uribe (2001b) : « Monetary Policy and Multiple Equilibria », *The American Economic Review*, n° 91, pp. 167-186, mars.
- Bernanke B. et M. Gertler (1995) : « Inside the Black Box, The Credit Channel of Monetary Policy Transmission », *Journal of Economic Perspectives*, n° 9, 4, pp. 27-48.
- Bernanke B. et F. Mishkin (1997) : « Inflation Targeting: A New Rule for Monetary Policy ? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, pp. 97-116.
- Bernanke B. et M. Gertler (1999) : « Monetary Policy and Asset Price Volatility » in *New Challenges for Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Kansas City.
- Bernanke B., T. Laubach, F. Mishkin et A. Posen (1999) : *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton, NJ.
- Bernanke B. et M. Gertler, (2000) : « Monetary Policy and Asset Price Volatility », *NBER Working Paper*, n° 7559.
- Bertaut C. (2001) : « Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper*, n° 724.

- Bewley T.F. (1999) : *Why Wages Don't Fall During a Recession*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Blinder A.S. (2000) : « Monetary Policy at the Zero Lower Bounds: Balancing the Risks », *Journal of Money, Credit and Banking*, partie II, novembre.
- Bonnet X. et D. Goux (1997) : « Inflation faible et rigidité à la baisse des salaires nominaux », in *L'économie française, Édition 1997-1998*, Le Livre de Poche, pp.135-160.
- Boskin M., J. Ellen, R. Dulberger, R.J. Gordon, Zvi Griliches et W. Jorgenson Dale (1996) : *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living*, The Boskin Commission Report, Final Report to the Senate Finance Committee.
- Browne F., G. Fagan et J. Henry (1997) : « Money Demand in EU Countries: A Survey », *IMF Staff Papers*, n° 7.
- Canzoneri M., R. Cumby, B Diba et G. Eudey (1998) : « Trends in European Productivity Implications for Real Exchange Rates, Real Interest Rates and Inflation Differentials », *Oesterreichische Nationalbank Working Paper*, n° 27.
- Card D. et D. Hyslop (1996) : « Does Inflation 'Grease the Wheels of the Labor Market'? » *NBER Working Paper*, n° 5538.
- Cecchetti S. , H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani (2000) : « Asset Prices and Central Bank Policy », *Geneva Reports on the World Economy*, n° 2, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, juillet.
- Clarida R., J. Gali et M.Gertler (1997a) : « Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence », *NBER Working Paper*, n° 6254, novembre.
- Clarida R. et M. Gertler (1997b) : « How the Bundesbank Conducts Monetary Policy » in *Reducing Inflation*, C. Romer et D. Romer (eds), University of Chicago Press, Chicago.
- Cechetti S.G., H. Genburg, J. Lipski et S. Wadwani (2000) : *Asset Prices and Central Bank Policy*, *Geneva Reports on the World Economy*, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, London.
- Clouse J., D. Henderson, A. Orphanides, D. Small, et P. Tinsley (2000) : « Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero », *Finance and Discussion Paper*, *Washington Board of Governors of the Federal Reserve System*, n° 2000-51.
- Cosinamo Th.F. et J.B. Van Huyck (1989) : « Dynamic Monetary Control and Interest Rate Stabilization », *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, n° 1, pp.53-64.
- Cuckierman A. (1992) : « Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence », *MIT Press*, Cambridge, MA.

- De Grauwe P. et F Skudelny (2000) : « Inflation and Productivity Differentials in EMU », *Centre of Economic Studies Discussion Paper*, University of Leuven.
- ECB (1999) : « The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem », *ECB Monthly bulletin*, janvier.
- Faust J. et L.E.O Svensson. (2001) : « Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals », *International Economic Review*, n° 42, pp. 369-972, mai.
- Faust J., J. Rogers et J. Wright (2001) : « An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules », *Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper*, n° 705, août.
- Fedstein M. (1999) : « The Costs and Benefits of Price Stability », *University of Chicago Press for NBER*.
- Furher JC. et B.F Madigan. (1997) : « Monetary Policy When Interest Rates Are Bounded At Zero », *Review of Economics and Statistics*, novembre, pp 573-585.
- Goodhart C. (1996) : « Price Stability and Financial Fragility » in *Financial Stability in a Changing Environment*, Sawamoto, Nakajima et Taguchi (eds), Basingstoke, Macmillan.
- Green J. (1996) : « Inflation Targeting: Theory and Policy Implications », *IMF Working Paper*, n° 96/95.
- Haldane A. (1995) : *Targeting Inflation*, Bank of England.
- Haldane A. (1997) : « Some Issues in Inflation Targeting », *Bank of England Working Paper*, n° 74, décembre.
- Haldane A. et N. Batini (1998) : « Forward-Looking rules for Monetary Policy », *NBER Working Paper*, n° 6543, mai.
- Hoffmann J. (1999) : *The Treatment of Quality Changes in the German Consumer Price Index*, Communication présentée au Fifth Meeting of Ottawa Group, Reykjavik, Iceland.
- Lebow D.E., D.J. Stockton et W.L. Wascher (1995) : « Inflation, Nominal Wage Rigidity and the Efficiency of Labor Markets », *Federal Reserve Board of Governors Finance and Economics Discussion*, Series n° 95-45.
- Lequillier F. (1997) : « L'indice des prix à la consommation surestime-t-il l'inflation ? » *Économie et Statistique*, n° 303.
- Lucas F.E. (2000) : « Inflation and Welfare », *Econometrica*, vol. 68, 2 mars.
- Ludwig A. et T. Sløk (2002) : « Does Stock Market Wealth Matter for Consumption? », *IMF Working Paper*, n° 02/1.
- McLaughlin K.J. (1994) : « Rigid Wages? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 34, n° 3, pp. 383-414.

- Mishkin F. (2001) : « The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy », *NBER Working Paper*, n° 8617, décembre.
- Mishkin F.S. (1999) : « International Experiences With Different Monetary Policy Regimes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, pp. 579-606.
- Moulton B.R. (1996) : « Bias in the Consumer Price Index: What is the Evidence? », *Journal of Economic Perspectives*, n° 10, pp.159-77.
- Orphanides A. et V. Wieland (1998) : « Price Stability and Monetary Policy Effectiveness When Nominal Interest Rates are Bounded at Zero », *Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economic Discussion Series*, n° 98-35, juin.
- Reifschneider D. et J. Williams (2000) : « Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era », *Journal of Money, Credit, and Banking*, pp. 936-966, novembre.
- Rudebusch G., L.E.O. Svensson (1998) : « Policy Rules for Inflation Targeting », *NBER Working Paper*, Series n° 6512, avril.
- Ruiz-Castillo R., E. Layard et M. Izquierdo. (2001) : « Measuring Inflation in Spain », *Caixa Studies and Reports Series*, n° 17.
- Schmitt-Grohé S. et M. Uribe (2001) : « Liquidity Traps with Global Taylor Rules », *CEPR Discussion Paper*, n° 2969, septembre 2001.
- Sellon G.H. (2002) : « The Changing US Financial System: Some Implications for the Monetary Transmission Mechanism », *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, premier trimestre.
- Shapiro M.D. et D.W. Wilcox (1996) : « Mismeasurement in the Consumer Price Index: An Evaluation » in *NBER Macroeconomics Annual*, Bernanke et Rotemberg (eds), MIT Press, Cambridge MA, 4, pp. 93-16.
- Sinn W.H. et M. Reutter (2001) : « The Minimum Inflation Rate for Euroland », *NBER Working Paper*, n° 8085, janvier.
- Smith Jennifer C. (2000) : « Nominal Wage Rigidity in the United Kingdom », *Economic Journal*, pp. C176-95.
- Summers L. (1991) : « Panel Discussion: Price Stability. How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined », *Journal of Money Credit and Banking*, n° 23, 3, pp. 625-31.
- Svensson L.E.O (1997) : « Inflation-Forecast-Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets », *European Economic Review*, vol. 41, pp. 1111-46.
- Svensson L.E.O. (1998a) : « Open Economy Inflation Targeting », *NBER Working Paper*, Series, n° 6545, mai.
- Svensson L.E.O. (1998b) : « Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule », *CEPR Discussion Papers*, n° 1998, octobre.

- Svensson L.E.O. (1999) : « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? », *Journal of Money Credit and Banking*, n° 31, 3, Part 1, pp. 277-95.
- Svensson L.E.O. (2000) : « How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability », *NBER Working Paper*, n° 7516.
- Von Hagen J. (1995) : « Inflation and Monetary Targeting in Germany » in *Inflation Targets*, Leiderman et Svensson (eds), CEPR.
- Walsh C. (1998) : « The New Output-Inflation Trade-Off », *Federal Reserve Bank of San Francisco Letter*, n° 98-04, 6 février.
- Yates A. (1998) : « Downward Nominal Rigidity and Monetary Policy », *Bank of England, Working paper*, n° 82.

Conclusions

Patrick Artus et Charles Wyplosz

L'examen de la politique monétaire menée depuis trois ans et demi par la Banque centrale européenne⁽¹⁾ (BCE) indique que, même si elle a hérité des statuts Bundesbank et s'est inspirée de ses statuts, la jeune banque centrale ne bénéficie pas – pas encore ? – de la crédibilité qu'avait su se forger la Banque centrale allemande. Ce manque de crédibilité est sûrement pour une large part imputable à cette jeunesse, mais il s'explique aussi par des causes plus profondes, auxquelles il est possible de remédier.

1. En trois années d'existence, la BCE a su faire preuve d'un pragmatisme de bon aloi

Le bilan après trois années et demi d'existence n'est pas déshonorant. Depuis la mi-2000, l'inflation est certes supérieure au plafond de 2 % fixé par la BCE. Il convient cependant de relativiser ce dépassement, imputable à une succession de chocs inflationnistes transitoires (hausse du prix du pétrole et des prix alimentaires), voire même réversibles (dépréciation de l'euro face au dollar). En outre, ce dépassement est resté modéré et ne se serait pas manifesté si la BCE ne s'était donné un objectif aussi strict. Enfin, la BCE est handicapée par la relative faiblesse des canaux de transmission de sa politique, du fait d'un certain manque de profondeur des marchés financiers de la zone euro et de la prédominance des financements à taux fixes et à long terme.

Bien que le traité ait assigné à la Banque centrale européenne la stabilité des prix comme objectif principal, et bien qu'elle en ait donc donné une définition plutôt restrictive, la BCE a su faire preuve d'un certain pragmatisme face aux évolutions de la conjoncture européenne.

En effet, les apparences sont trompeuses. Les craintes exprimées par ses détracteurs les plus virulents, parfois confirmées par des déclarations stéréotypées, peuvent laisser croire que la BCE est obnubilée par la seule évo-

(1) Dans toute la suite de cette conclusion, on emploiera, par commodité, l'expression de Banque centrale européenne, alors que le terme Eurosysteme serait à certains égards plus approprié (cf. l'introduction du rapport de Charles Wyplosz).

lution des prix. Mais, dans son action, elle a su, conformément à son mandat, tenir compte du besoin de stabilisation de la conjoncture. En 2001, la BCE a ainsi assoupli sa politique monétaire en réaction au fort ralentissement de l'activité dans la zone euro, alors même que l'inflation était au-dessus de la limite des 2 %. Les estimations de la fonction de réaction de Taylor, présentées dans ce rapport et dans de nombreuses autres études, s'accordent à confirmer que la BCE a intégré un objectif de stabilisation du cycle économique au-delà de son seul impact sur l'inflation future.

De ce point de vue, la BCE a tenu compte des leçons de la théorie économique et sa pratique n'est pas très différente de celle des autres banques centrales de par le monde. Trois principes essentiels dominent aujourd'hui la conduite de la politique monétaire. Premièrement, la politique monétaire ne peut prétendre avoir d'impact durable sur la croissance mais détermine l'inflation à long terme. La primauté accordée à l'objectif de stabilité des prix est donc cohérente. Deuxièmement, la politique monétaire est souvent confrontée à un conflit entre son objectif à long terme – la stabilité des prix – et sa capacité à agir dans le court terme sur l'activité économique, le taux de change ou les prix des actifs financiers. Il est essentiel que ces considérations de court terme ne conduisent pas à ignorer l'objectif de long terme, une tentation à laquelle les opinions publiques, et leurs représentants élus, ont souvent tendance à céder. C'est pour cela qu'il est nécessaire d'accorder à la Banque centrale l'indépendance dans le maniement des instruments de la politique monétaire. Mais, et c'est le troisième principe, les banques centrales ont un rôle de stabilisation conjoncturelle à jouer dans le court terme. Il leur revient la tâche délicate de trouver le bon équilibre entre ces considérations de court terme et l'objectif de long terme.

La BCE a souvent été accusée de réagir trop lentement aux évolutions de la conjoncture économique. En particulier, il lui a été reproché d'avoir initialement sous-estimé l'ampleur du ralentissement conjoncturel qui s'est manifesté à partir du second semestre de 2000. Une analyse précise des trois dernières années, présentée dans ce rapport et dans d'autres études, montre que la rapidité de réaction de la BCE n'est pas inférieure à celle de la Federal Reserve américaine ou de la Banque d'Angleterre. Par exemple, la Fed n'a baissé ses taux d'intérêt qu'à la toute fin de l'année 2000, alors que le ralentissement de l'économie était clairement visible depuis la mi-2000.

2. La BCE devrait adopter une cible d'inflation moins stricte

La définition de l'objectif de stabilité des prix donnée par la BCE est problématique. Outre l'indépendance *opérationnelle*, elle s'est en effet vue attribuer *de facto* l'indépendance quant à la définition de l'*objectif*. Le Traité de Maastricht, qui fixe la stabilité des prix comme objectif principal, n'en donne pas de définition précise. C'est ce qui a permis à la BCE de choisir sa

propre définition. Elle a ainsi décidé que la stabilité des prix correspond à un taux d'inflation inférieur à 2 %, soit une fourchette implicite de 0 à 2 %, voire même plus étroite encore, la BCE ayant indiqué récemment son aversion vis-à-vis des inflations proches de 0.

Cette fourchette est à la fois trop basse et trop étroite. Elle est trop étroite, parce que la capacité de la Banque centrale à contrôler l'inflation n'est pas suffisamment précise : même la Bundesbank, la Banque centrale historiquement la plus performante en la matière, n'a pas été en mesure de maintenir l'inflation dans une cible aussi étroite plus de la moitié du temps. Une fourchette aussi étroite a exposé la BCE à un dépassement prolongé du plafond de 2 %. Ce dépassement affecte sa crédibilité et complique considérablement son action tout en perturbant sa communication. Pour partie, la BCE a eu la malchance de devoir faire face à une hausse brutale du prix du pétrole. Un choc de l'offre se traduit simultanément par un surcroît d'inflation et un ralentissement de l'activité. Lorsque la cible est définie trop étroitement, la banque centrale a donc à gérer simultanément un dépassement, temporaire, de sa cible et un besoin de soutien conjoncturel. Soit elle choisit de soutenir l'activité, et laisse l'inflation dépasser l'objectif de stabilité des prix, soit elle choisit de juguler le surcroît d'inflation et amplifie l'impact récessif du choc. Comme de tels chocs, ou d'autres de nature différente, font partie des événements auxquels une banque centrale est régulièrement confrontée, il est préférable de se donner plus de marge de manœuvre.

La BCE devait donc retenir une cible plus large que les 2 points actuels, de l'ordre des 3 points ou plus : si on se base sur le précédent allemand, la BCE n'aurait plus, avec une telle cible, qu'une chance sur trois environ de rater sa cible. Cela reste beaucoup, mais une cible plus large aurait sans doute des inconvénients majeurs en termes de crédibilité.

Cette fourchette est également trop basse, car elle ne permet pas de se prémunir suffisamment contre le risque déflationniste. En présence de rigidités nominales, la baisse des prix a en effet des effets potentiellement désastreux : les rigidités nominales de salaires, voire de prix, conduisent à une élévation du chômage structurel ; la rigidité à la baisse des taux d'intérêt nominaux amoindrit considérablement l'efficacité de la politique monétaire.

En pratique, l'inflation mesurée surestime l'inflation effective et la déflation apparaît dans la zone euro non pas lorsque l'inflation de la zone devient nulle, mais lorsqu'elle passe en dessous de 0,5 %. La raison en est l'existence d'un biais de mesure du taux d'inflation de l'ordre d'un demi point. Cet effet est principalement dû à ce qu'une amélioration de la qualité à prix constant – les ordinateurs en sont l'exemple classique – correspond en fait à une baisse de prix à qualité constante. En outre, les pays de la zone euro présentent des différentiels structurels d'inflation en raison de l'effet *Balassa-Samuelson*, selon lequel les pays en rattrapage économique connaissent également un rattrapage en matière de niveau des prix. Cet effet est modéré au sein de l'actuelle Union monétaire mais s'amplifiera lorsque

les pays d'Europe centrale et de l'est rejoindront la zone euro. Ainsi, au-delà des écarts dus aux décalages conjoncturels, l'Allemagne connaît une inflation inférieure de l'ordre d'un demi-point à la moyenne de la zone euro. Se prémunir contre le risque déflationniste en Allemagne⁽²⁾, c'est donc éviter que l'inflation de l'ensemble de la zone tombe en dessous de 1 %.

Au total, la BCE aurait intérêt à changer sa fourchette d'inflation actuelle pour passer à une fourchette de 1 à 4 % ou même de 1,5 à 4,5 %. Pour minimiser le risque de perte de crédibilité associé à un tel changement de définition de l'objectif, la BCE pourrait attendre que l'inflation ait sérieusement reflué et quelle soit se soit rapprochée de 1 %.

3. La BCE devrait adopter une stratégie de ciblage souple de l'inflation

La stratégie de communication de la BCE, héritée de la Bundesbank, n'est pas non plus exempte de critiques. Même si ses décisions en matière de taux d'intérêt ont dans l'ensemble été appropriées, leur présentation a parfois paru déficiente. Est ici en cause la prééminence accordée par la BCE au premier pilier, la croissance de la masse monétaire, alors qu'elle a souvent pris des décisions qui semblaient en contradiction avec l'évolution des agrégats monétaires. Est également en cause l'absence de référence explicite à ses prévisions pour expliquer ses décisions.

La prééminence accordée au premier pilier est dépassée, car les agrégats monétaires ne constituent plus des indicateurs avancés de l'inflation. Avec la libéralisation financière et l'évolution technologique de la finance, les frontières entre instruments se sont estompées. Les choix de portefeuille des agents privés impartissent aujourd'hui une dose importante d'instabilité à l'évolution de tous les agrégats monétaires. Cette instabilité est quantitativement large par rapport au taux de croissance requis pour assurer la stabilité des prix.

La BCE gagnerait en efficacité et en transparence si elle redéfinissait sa stratégie monétaire. Conformément à la pratique des banques centrales qui ont, comme elle, adopté un objectif explicite d'inflation, la BCE devrait se référer principalement à l'évolution prévue des prix : c'est à cette condition que ses décisions peuvent être comprises et acceptées par les agents économiques. À cet effet, la BCE doit donc indiquer clairement quels indicateurs elle a pris en compte dans sa prévision, par quels mécanismes ils influent sur sa prévision d'inflation et quelles conséquences elle en tire pour son action.

(2) La France n'aurait, quant à elle, pas de décalage significatif vis-à-vis du reste de la zone euro.

Cette stratégie, appelée communément stratégie de ciblage de l'inflation, ne signifie pas que la BCE doive s'enfermer dans une approche mécanique. Une certaine souplesse est possible et souhaitable pour permettre de prendre en compte des événements imprévus qui ne rentrent pas dans le cadre d'un ciblage strict, à condition là encore d'explicitier clairement les raisons qui poussent la banque centrale à sortir de ce cadre.

Contrairement à ce que les critiques de certains observateurs proches de ces marchés pouvaient laisser attendre, une analyse précise des taux d'intérêt anticipés par les marchés financiers montre que le déficit de communication de la BCE n'a paradoxalement pas jusqu'à présent empêché les marchés financiers de prévoir ses décisions relativement correctement, plus en tout cas que les décisions de la Fed.

La BCE ne peut toutefois se satisfaire de ce constat somme toute rassurant. D'une part, l'ampleur des chocs qui a affecté depuis trois ans l'économie américaine est plus forte que celle qui a affecté la zone euro : dans un contexte plus difficile, les problèmes de communication qui viennent d'être relevés pourraient avoir des conséquences plus ennuyeuses. D'autre part, et c'est sans doute en partie lié, la BCE n'a pas encore réussi à asseoir sa crédibilité, malgré l'héritage assumé de la Bundesbank.

4. La BCE devrait porter une attention plus grande au prix des actifs

Les banques centrales sont toutes très réticentes à intégrer les prix des actifs dans la panoplie des indicateurs à suivre pour déterminer l'orientation de la politique monétaire. Pourtant, les prix des actifs ont un impact sur l'économie réelle (sur l'investissement par le biais du q de Tobin, sur les ménages par le biais des effets de richesse et de bilan) et donc *in fine* sur l'inflation. En outre, au-delà de ces effets *par temps calme*, les désajustements des prix d'actifs par rapport à leur valeur fondamentale peuvent amplifier considérablement les cycles économiques, et même déstabiliser durablement les économies, comme l'illustre l'exemple japonais.

Aussi, même s'il est toujours difficile d'évaluer la valeur « fondamentale » des actifs financiers, les autorités monétaires se doivent de réagir lorsque des bulles sont manifestement en train de se constituer. Si elles ne le font pas, elles risquent d'être contraintes de toute façon de le faire lorsque l'inéluctable effondrement des cours menacera la stabilité de l'économie. L'asymétrie qui résulte d'une telle attitude crée des phénomènes d'aléa moral et contribue à faciliter la formation de ces bulles.

À cet égard, la BCE se doit d'être vigilante vis-à-vis de l'évolution des marchés immobiliers de nombreux pays de la zone euro (Espagne, Irlande, voire France). Si elle se poursuivait, la hausse très rapide des prix que connaissent depuis ces marchés depuis le milieu des années quatre-vingt-dix

signalerait à coup sûr la présence d'une bulle. La laisser se développer serait prendre le risque de déstabiliser ces économies, et, donc, la zone euro dans son ensemble.

5. Le mécanisme de prise de décision doit être aménagé

Le Comité décisionnel de la BCE en matière de politique monétaire, le Conseil des Gouverneurs, est, avec 18 membres aujourd'hui, d'une taille bien supérieure à ce qui se fait de par le monde. Cette taille est trop grande pour permettre une prise de décision efficace. Avec l'extension prévisible de la zone euro à de nouveaux membres dans les années qui viennent, et l'entrée automatique des gouverneurs de banque centrale de ces pays au Conseil, l'efficacité du Conseil devrait encore être amoindrie.

Il est donc nécessaire de réformer les statuts de la BCE. La tâche n'est pas simple. La solution des circonscriptions, selon laquelle les pays membres seraient regroupées en circonscriptions disposant d'une voix chacune, n'est ni souhaitable sur un plan économique, ni faisable juridiquement.

La solution qui serait préférable sur un plan économique consisterait à confier le pouvoir décisionnel en matière de politique monétaire au Directoire, constitué de six membres nommés par les chefs d'État et de gouvernement européens. Dans ce cas en effet, l'efficacité serait restaurée et ce d'autant plus que les membres du Directoire étant tous basés à Francfort, les contacts seraient plus faciles qu'entre les membres actuels du Conseil. Les risques que des intérêts nationaux puissent influencer sur la politique monétaire seraient minimisés. Cette solution est cependant fragile juridiquement. En pratique, elle supposerait que le Conseil des Gouverneurs renouvelle régulièrement une délégation qu'elle aurait accordée au Directoire pour une période nécessairement limitée. Pour être sécurisée juridiquement, une telle solution supposerait donc tôt ou tard une modification du Traité.

La solution de la rotation ne présente pas le même inconvénient. Cette solution consisterait à déléguer le pouvoir décisionnel à un comité restreint comprenant le Directoire et un nombre fixe de gouverneurs de banques centrales nationales siégeant à tour de rôle. Le Traité de Nice permet en effet de modifier, sans passer par une conférence intergouvernementale, l'article 10.2 des statuts de la BCE, qui concerne notamment l'attribution des droits de vote des gouverneurs au Conseil. Cette solution n'a pas les mêmes attraits en termes économiques que la délégation au Directoire : la taille du comité décisionnel sera plus grande et risque d'augmenter avec l'arrivée de nouveaux membres ; la communication sera moins facile entre banquiers centraux localisés dans des pays différents. Mais, elle peut quand même constituer une alternative *de second rang* à la solution plus délicate sur un plan juridique que constitue la délégation au Directoire.

Commentaire

Michel Aglietta

Professeur à l'Université de Paris X-Nanterre

Deux rapports sont rassemblés sur le même sujet. Cela peut paraître surprenant. Mais les auteurs ont bien fait. Les thèmes traités se recouvrent certes en partie. Mais les styles ne sauraient être plus différents. Charles Wyplosz revêt la casaque académique, tandis que Patrick Artus chausse les lunettes de l'expert des marchés financiers. Cela n'empêche pas les deux auteurs de se rejoindre sur des conclusions avec lesquelles il serait difficile de n'être pas d'accord. Il faut redéfinir la cible de manière moins stricte pour éviter de se trouver dans des situations de déflation, élargir la fourchette pour mieux absorber les chocs à incidences transitoires sur les prix. Il faut se préoccuper du prix des actifs (mais dans quel but et comment ?). Il faut changer le processus de décision au sein du Conseil puisqu'on ne peut pas faire autrement.

On le voit, rien de bien provocant. Les auteurs dressent même un satisfecit à la BCE pour son action. Elle aurait fait un sans faute dans la conduite de sa politique au cours des trois ans et demi écoulés depuis sa création. Ce jugement rend perplexe sur la portée des critiques découvertes au tournant des chapitres. Comment peut-on mener une politique exempte de tout reproche avec un objectif mal spécifié, une méthode des deux piliers erronée, un processus de décision handicapé par la taille et la composition du Conseil de politique monétaire, une communication faite de stéréotypes et parasitée par des interprétations quelquefois disparates des protagonistes ? Pour ne s'en tenir qu'à ce dernier point, nos antécédents cartésiens nous font penser dans ce pays que ce qui se conçoit bien s'énonce clairement.

Mais alors comment se fait-il que la BCE communique si mal, alors que Patrick Artus nous dit que les marchés ont remarquablement bien anticipé ses actions, mieux que celles de la Fed qui bénéficie du plus grand communicateur dans l'histoire des banques centrales depuis cinquante ans ? Ou bien la communication verbale n'a pas l'importance que lui prêtent les théoriciens qui sont obnubilés par la fameuse « crédibilité », ou bien la bonne anticipation d'une politique ne préjuge pas de la qualité de ladite politique en termes de sa capacité à conduire l'économie vers des équilibres satisfaisants pour le bien-être des citoyens. Il est possible que la Fed soit moins bien comprise, mais qu'elle fasse plus et mieux pour l'emploi et la création des richesses, comme le suggère Anton Brender dans sa contribution. D'où ma perplexité sur la teneur des rapports. Le bilan est-il enjolivé ? Les propositions de réformes sont-elles en accord avec le bilan ?

Il existe en tous cas au moins un critère de jugement sur lequel les auteurs font silence et, pourtant, vis-à-vis duquel la performance de la politique monétaire n'a pas été satisfaisante. C'est l'autonomie de la conjoncture européenne à l'égard du cycle américain. Pendant toute la phase qui s'est étendue de l'adoption du Traité de Maastricht à la création de l'UEM, ses promoteurs ont opposé à ses détracteurs un argument macroéconomique, sans préjudice de toutes les vertus microéconomiques qu'on se plaisait à imaginer. En devenant une économie de taille continentale intégrée par une monnaie unique, l'Europe allait se doter d'une capacité de gestion macroéconomique qui allait la protéger des chocs internationaux. Or l'expérience a montré que sa dépendance aux chocs récessifs américains est plus grande qu'elle ne l'a été auparavant. Les corrélations entre les rendements financiers des deux zones sont très élevées lorsque les marchés américains baissent fortement et l'économie européenne en est négativement affectée. Bien sûr, l'argument contrefactuel que cela aurait été bien pire sans l'UEM peut toujours être avancé. Il n'empêche qu'à l'aune du critère d'autonomie la performance est particulièrement médiocre en dépit de la baisse de l'euro qui a stimulé le commerce extérieur. Comment la BCE prend-elle en compte les chocs extérieurs ? A-t-elle réagi au mieux en leur présence ? Les problèmes viennent-ils de la multiplicité des politiques budgétaires, des contraintes financières mises par le pacte de stabilité, de l'absence totale de coordination entre les gouvernements et la BCE ? Le silence des deux rapports sur la politique monétaire externe et sur les réponses aux chocs étrangers est étonnant. Si c'est le problème de l'articulation des politiques qui est en cause, alors la manière expéditive dont Charles Wyplosz l'écarte dans son dernier chapitre mériterait pour le moins d'être reconsidérée.

Ces questions méritaient d'être signalées dans une lecture critique. Cependant il n'est pas dans mon rôle de me substituer aux auteurs pour répondre aux questions qu'ils n'ont pas jugé bon de se poser. En revanche il est légitime de discuter les points qu'ils ont soulevés. Je les regrouperai en trois parties : la doctrine et la stratégie monétaires, les canaux de transmission, l'organisation de la prise de décision.

1. Doctrine et stratégie monétaires

Les rapports, comme bien d'autres auteurs, soulignent l'héritage de la Bundesbank. Charles Wyplosz rappelle aussi les présupposés théoriques de la politique monétaire dans les années quatre-vingt. Ils ont été élaborés ou réaffirmés à la suite du traumatisme de la haute inflation des années soixante-dix. Ils ont été appliqués dans la désinflation. Or en deux siècles d'histoire monétaire occidentale les épisodes de haute inflation sont rares et sont toujours les contrecoups de guerres. L'épisode des années soixante-dix n'y fait pas exception, tant la guerre du Vietnam et le refus de l'opinion publique américaine d'en assumer les conséquences financières ont eu des répercussions sur les événements ultérieurs, de l'effondrement du système de Bretton Woods aux chocs pétroliers. Mais il est paradoxal de se recommander d'une théorie de la politique monétaire issue d'une inflation exceptionnelle dans des systèmes financiers contrôlés, pour l'appliquer ensuite à des situations historiquement « normales » d'inflation basse et de finance libéralisée. C'est pourquoi les banques centrales doivent faire un *aggiornamento* de leur doctrine, au fur et à mesure qu'elles (re)découvrent les conditions du pilotage de la monnaie lorsque la demande de monnaie est instable.

Cette caractéristique est bien plus qu'une évidence empirique. La stabilité de la demande de monnaie est le pivot de la théorie quantitative de la monnaie et de la définition théorique de l'inflation qui en dépend. Car la demande de monnaie ne joue un rôle cardinal que dans une conception de la monnaie externe. Que la monnaie soit ou non incluse dans les fonctions d'utilité individuelles, on peut en dériver une fonction de demande bien définie au sein d'un équilibre général. Comme son offre est exogène, on peut définir précisément l'inflation comme un excès d'offre de monnaie. Ainsi, toute hausse fortuite de prix qui ne résulte pas d'un excès d'offre de monnaie et qui ne risque pas d'en provoquer un n'est pas de l'inflation. Corrélativement le choix d'un objectif monétaire défini sur un agrégat approprié fonde une stratégie qui repose sur une doctrine cohérente.

Que faut-il faire lorsque ce fondement théorique n'est plus pertinent ? Depuis qu'il existe une réflexion théorique sur la monnaie, deux conceptions se sont toujours combattues. La conception de la monnaie externe précitée, à offre exogène d'une part, celle de la monnaie interne, contrepartie du crédit, donc endogène d'autre part. Lorsque la finance libéralisée permet d'émettre des dettes substituables, sous des formes constamment renouvelées par l'innovation financière, c'est la seconde conception qui prévaut. Mais il faut un principe adéquat à celle-ci pour guider la politique monétaire. Le XIX^e siècle l'avait trouvé dans le principe de convertibilité. La quantité de monnaie étant endogène, un étalon or ou bimétallique rendait exogène l'unité de compte. À l'heure actuelle le ciblage de l'inflation est un dispositif institutionnel qui vise à faire respecter l'intégrité de l'unité de compte à travers le temps.

En accord avec Charles Wyplosz, je pense que le ciblage de l'inflation est devenu la doctrine de la politique monétaire. Mais j'ajoute que ce n'est pas un succédané du ciblage de la quantité de monnaie. Le ciblage de l'inflation procède d'une théorie de la monnaie endogène et induit une toute autre stratégie. C'est pourquoi il est inconfortable pour une banque centrale d'être assise entre deux chaises. Si elle construit ses objectifs dans le cadre du ciblage de l'inflation et si elle prétend conduire sa stratégie en se référant au monétarisme, sa communication ne peut que prêter à confusion. Tel est le cas de la stratégie dite des deux piliers.

Une grosse difficulté se présente dans le cadre du ciblage de l'inflation. Il faut donner une définition théorique de l'inflation hors de la théorie quantitative. Car, encore une fois, toute hausse des prix n'est pas de l'inflation. La cible d'inflation doit être une norme définie théoriquement et pas arbitrairement. Elle ne saurait être une quelconque moyenne des indices de prix ex post calculés par les instituts de statistique. C'est pourquoi, en accord avec Bernanke et Mishkin et contrairement à Artus et Wyplosz, je pense que la Fed fait du ciblage de l'inflation. Car c'est un dispositif institutionnel de discrétion contrainte dans lequel la banque centrale inscrit ses objectifs et conduit sa stratégie. Les caractéristiques du dispositif peuvent varier d'un pays à l'autre, notamment le fait d'annoncer ou pas la cible. Le point essentiel est que la cible d'inflation se situe logiquement au niveau des principes théoriques et non pas des objectifs politiques. Elle est hiérarchiquement supérieure aux objectifs. Ainsi, lorsque la Fed dit que son objectif est le plein emploi soutenable, cela veut dire que l'objectif d'emploi et donc de croissance s'inscrit dans le ciblage de l'inflation, sinon il ne serait pas soutenable. Comment la Fed peut-elle le repérer ? Lorsque ses capteurs des comportements privés lui indiquent que les agents économiques se comportent comme s'ils croyaient que l'unité de compte était stable dans le temps. Mais pratiquement les capteurs peuvent donner des indications contradictoires dans bien des situations. C'est pourquoi des erreurs sont toujours possibles, comme le fait remarquer Anton Brender dans son complément à ces rapports.

On peut ainsi dégager une définition théorique de la stabilité des prix dans un monde de monnaie endogène. En économie monétaire l'unité de compte est un bien collectif qui résulte d'un jeu de coordination des anticipations privées, appelé jeu de confiance. Ce jeu a une infinité de solutions qui résultent de l'intensité des indexations croisées conflictuelles financées par le crédit. La banque centrale fournit un standard conventionnel qui lève l'indétermination sur la solution du jeu. Concrètement elle rend coûteuse la quête de formules d'indexation privée par lesquelles les agents inquiets cherchent à protéger la valeur future présumée de leurs avoirs. Parce qu'il est dans la nature des standards communs de réduire énormément les coûts d'information, l'unité de compte est postulée stable dans le temps, tant que les agents n'ont pas des preuves patentes et répétées du contraire. Tel est le fondement rationnel, comme l'avait observé Keynes, de ce que les écono-

mistes appellent à tort « l'illusion monétaire ». Il s'ensuit que les banques centrales ont une latitude pour définir une cible d'inflation, qu'elles n'ont pas toutes la même. Enfin, étant donné qu'une convention peut s'établir de multiples manières, les banques centrales peuvent annoncer ou non leur cible. En vérité la Fed laisse la cible d'inflation implicite et affiche un objectif macroéconomique explicite ; la BCE affiche une cible d'inflation explicite et laisse ses objectifs macroéconomiques implicites. D'autres configurations sont possibles. Il reviendra à la pratique de dégager les plus efficaces. Contrairement à Charles Wyplosz, je ne suis pas du tout persuadé que les procédures anglaises sont les meilleures.

Dans un monde à monnaie endogène, la qualité de la monnaie ne dépend pas seulement de la confiance dans l'unité de compte. La viabilité du régime du crédit est essentielle. Mais ce n'est pas un objectif de la politique monétaire. La banque centrale s'en préoccupe, autrement que par ses préoccupations prudentielles éventuelles, parce que la fragilité financière perturbe les canaux de transmission de la politique monétaire. C'est en cela que l'interaction du crédit et du prix des actifs est préoccupante, bien plus que par l'effet éventuel du prix des actifs sur l'inflation anticipée. Un retournement violent du prix des actifs financés à crédit laisse des dettes dont une partie sera insolvable si la banque centrale ne peut empêcher la contraction du crédit. La forte augmentation de la demande de liquidité entraîne alors l'économie en récession, ce qui ne fait qu'accroître le poids des dettes dont il faut assurer le service. C'est pourquoi la Fed a réagi très fortement par création massive de liquidités en certains épisodes où les banques (en 1991-1992) ou les marchés de dettes privées (en septembre-octobre 1998) ou boursiers et de titres de dettes à hauts risques (en différents épisodes au cours de l'année 2001) étaient en proie à des crises de confiance des investisseurs.

Les problèmes posés par le moment et le dosage de la réponse de la banque centrale sont des problèmes de tactique dont la difficulté vient de l'incertitude sur les canaux de transmission de la politique monétaire du fait de la grande variabilité du crédit. D'où l'importance d'une marge de liberté discrétionnaire suffisante. L'utilisation de cette capacité d'action suppose un éclairage sur la « balance des risques » qui dépend du déploiement d'un appareil d'observation et d'analyse sur un ensemble mouvant d'indicateurs. Cette exploration des contingences dont la banque centrale tire son biais d'orientation est tout aussi importante que la prévision centrale pour guider les anticipations des marchés financiers. Dans ce domaine, la Fed a construit progressivement une pratique que les marchés ont reconnu fiable. Il est clair que par la structure institutionnelle décentralisée de l'Eurosystème, par sa moins grande familiarité avec les marchés, par une capacité d'investigation bien plus faible des situations de tensions localisées mais susceptibles de se propager, la BCE n'a pas encore assimilé une telle culture des risques.

2. Canaux de transmission

L'influence de la monnaie sur l'économie vaut par ses processus de transmission. Ils sont modifiés par les changements des structures financières. Lorsqu'on est au cœur d'une transformation intense des structures financières, ces processus ne sont pas stables. C'est particulièrement le cas de l'UEM qui est parcourue par l'essor des marchés de capitaux, les consolidations bancaires, le changement des modes de financement des entreprises. De plus on peut s'interroger sur l'existence de canaux de transmission dominants pour l'UEM dans son ensemble s'il y a des processus disparates dans les pays membres. Je ne sais si la complexité de cette question a découragé les auteurs. Mais ce qui est dit sur les canaux de transmission est décevant. La seule idée qui en ressort est une remarque sibylline selon laquelle les canaux de transmission seraient « faibles » en Europe. Cette discrétion sur le sujet est d'autant plus étonnante que la BCE a publié récemment une énorme étude dont les résultats ont été présentés lors d'un colloque tenu en décembre 2001^(*). Cette étude est sans doute la plus complète jamais entreprise en Europe. Elle s'appuie sur des investigations macroéconométriques avec méthodologie VAR et modèles structurels pour l'UEM globalement et pour chaque pays individuellement. Ces résultats sont recoupés par des données sur panels bancaires pour confirmer ou infirmer la mise en évidence d'un éventuel canal du crédit. Ils ont évidemment l'inconvénient signalé plus haut de l'impossibilité de repérer les effets du changement structurel en cours. Mais ils constituent une base solide pour comparer les canaux de transmission en Europe et aux États-Unis.

Les coordinateurs de l'étude, qui a duré trois ans et a associé une équipe transversale à la BCE et des équipes pays dans les banques centrales nationales, ont distingué un canal des taux qui englobe les différentes variantes de la transmission par les taux, y compris celles qui passent par le change et par les prix d'actifs, d'un côté et un canal du crédit qu'il soit restreint ou large de l'autre, qui fait appel à l'influence des volumes. La première question consistait à savoir si le canal des taux était dominant, dans quels pays ou si un canal du crédit pouvait être décelé. Il s'agissait aussi de savoir si les différences entre pays pouvaient perturber (affaiblir ?) la transmission pour l'UEM dans son ensemble.

Le résultat principal oppose effectivement les États-Unis et l'UEM. Aux États-Unis les impulsions monétaires se transmettent à l'économie réelle principalement via la consommation des ménages, dans l'UEM via l'investissement des entreprises. Aussi est-il possible qu'une entrée du Royaume-Uni modifie sensiblement le processus de transmission. Dans les conditions actuelles on comprend pourquoi la politique de la Fed a été plus efficace pour sortir le pays de la récession. Elle a reposé entièrement sur les

(*) Angeloni I., B. Mojon et D. Terlizzese (2002) : « Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand? », *Document de travail de la BCE*, n° 109.

ménages au cours de l'année 2001. En parvenant à faire baisser les taux d'intérêt hypothécaires par sa politique de baisse agressive des taux courts, elle a permis aux ménages d'accroître leur endettement contre leur richesse immobilière alors même que le revenu disponible ralentissait. En liquéfiant ainsi les actifs patrimoniaux, l'endettement des ménages leur a fourni le cash pour maintenir le rythme de progression de la consommation, au prix d'une exposition plus élevée au risque de crédit. Il est certain que les conditions institutionnelles permettant de soutenir ce régime du crédit n'existent pas dans l'UEM. La dépendance à l'égard de l'investissement des entreprises qui avaient lourdement investi dans la bulle technologique a rendu l'Europe vulnérable au surinvestissement.

Les autres résultats principaux de l'étude sont les suivants. Le canal des taux, sans être dominant, est prépondérant sur l'investissement des entreprises. Il peut être complété par des facteurs financiers de plusieurs manières. Ainsi le rôle des banques n'est pas uniformément important dans tous les pays. Lorsque l'offre de crédit bancaire aux entreprises est importante, la taille des banques et leur capitalisation n'ont aucune influence sur l'offre de prêts en réponse à une impulsion de la politique monétaire. C'est la position liquide des banques qui compte dans tous les pays où l'offre de crédit bancaire est un facteur en soi de transmission. Or cette position liquide dépend de la profondeur des marchés de taux, notamment de la participation des investisseurs institutionnels, des FCP et des *hedge funds*. Elle dépend aussi, comme l'épisode LTCM l'a montré aux États-Unis, de la vigilance de la banque centrale à désamorcer les fléchissements de la confiance qui assèchent la liquidité des marchés de dettes privées. Les études de pays sur les données de panels bancaires ont montré qu'un canal bancaire est présent dans les trois plus grands pays de l'UEM. En Allemagne il paraît jouer sur la consommation, alors que l'investissement des entreprises semble dépendre exclusivement des taux longs. En France c'est principalement le cash-flow qui est le facteur financier influençant l'investissement. En Italie aussi la présence d'un canal du crédit est forte. Ainsi l'argument selon lequel la finance européenne demeure sous influence bancaire en contraste avec les pays anglo-saxons paraît toujours valide. Mais ce n'est pas la raison déterminante de la différence majeure des effets de la politique monétaire sur le PIB. Celle-ci est avant tout la présence ou l'absence d'effet de la politique monétaire sur l'endettement des ménages et la consommation.

3. L'organisation de la décision collective

Les deux auteurs mettent l'accent à juste titre sur les carences de l'organisation du Conseil de politique monétaire dans l'UEM. On ne saurait trop les approuver sur ce point. La raison se trouve, comme le dit fort bien Charles Wyplosz, dans le compromis boiteux du Traité de Maastricht. La BCE est un organe fédéral dans un univers politique qui refuse tout fédéralisme.

On s'en est tiré en accentuant à l'absurde l'indépendance de la banque centrale, au risque d'un manque criant de responsabilité démocratique. Mais, comme il n'existe ni exécutif politique ni *a fortiori* de parlement souverain, on ne voit pas devant quelle instance représentative la BCE pourrait être responsable. Ce défaut est déjà fort sérieux. Mais la prérogative jalouse des nations est allée plus loin. Elle a entraîné l'erreur cardinale qui consiste à établir un conseil pléthorique de 18 membres et à noyer les 6 membres du Conseil de la BCE sous le poids des 12 gouverneurs nationaux, chaque État étant doté d'une voix. Or une banque centrale est un exécutif politique ; ce n'est ni une cour de justice, ni un parlement. Après tout dans politique monétaire le terme « politique » doit être pris au sérieux. Cette politique doit être unique et préparée par des responsables qui doivent ne penser que Europe, considérée comme espace économique unique, et donc se trouver dans une position où ils reçoivent en continu des flux d'information portant sur l'Europe agrégée. Il est évident que cette condition n'est pas réalisée. La taille du Conseil est bien trop grande pour être d'une efficacité optimale et surtout les deux tiers de ses membres ont des prérogatives nationales. Bien sûr ils ne siègent pas en tant que représentants nationaux patentés. Mais cela ne change rien au fait que la préparation des réunions ne peut avoir la qualité qui permette des débats contradictoires où tous les membres sont dans la position d'avoir un point de vue profond sur la balance des risques de l'Europe dans son ensemble. Il est clair que porter à 30 membres le Conseil avec l'élargissement conduirait au mieux à une dégradation de la qualité de la décision collective, au pire à un blocage complet.

Le rapport de Charles Wyplosz discute le problème dans une perspective politico-juridique. Il aboutit à la conclusion que la taille du Conseil ne devrait pas dépasser 12 membres, voire moins de 10, et que la meilleure procédure acceptable politiquement est la rotation des gouverneurs. J'ajouterai qu'il faut absolument garantir la majorité aux membres du Conseil ou mieux incorporer des personnalités extérieures aux banques centrales. Mais le rapport ne dit rien sur les restrictions à cette rotation. Supposons, par exemple que le nombre de gouverneurs nationaux soit de 6 et que dans une configuration se trouvent les gouverneurs de la Belgique, de la Finlande, de l'Irlande, de la Lettonie, du Portugal, de la Slovénie. Croit-on sérieusement que cette configuration soit suffisamment familière avec les arcanes des marchés financiers internationaux pour définir une politique monétaire pertinente ? Manifestement l'approche juridico-politique ne suffit pas. Il faut introduire quelques arguments économiques. Pour ce faire une approche historique est éclairante.

Du pont de vue de l'organisation de la décision collective l'Eurosystème se trouve dans l'état où était le système de réserve fédérale américain avant le *Banking Act* de 1933. Il y avait une taille excessive et une prépondérance des gouverneurs de banques centrales des districts. Or le mécanisme de décision de la Fed dans les années vingt a été abondamment étudié. Sa grande inefficacité est la principale conclusion de ces études. Les princi-

paux traits d'inefficacité étaient les suivants : recherche du consensus plutôt que vote majoritaire ; formation de compromis difficilement atteints dans les situations critiques, cachant des dissonances qui réapparaissaient dans les ratés de la communication ; grande difficulté à faire bouger ces compromis lorsque l'environnement se modifiait rapidement ; faible sensibilité à l'instabilité des marchés financiers mondiaux. Il ressort de l'analyse des rapports que ces caractéristiques sont largement présentes dans les prises de décision du Comité monétaire de l'Eurosystème.

La réponse du *Banking Act* a été de créer un Comité de l'*Open Market* plus compact où le *Board* de Washington est majoritaire et d'instaurer la rotation des présidents des banques centrales de district. Mais cette rotation n'est pas totale. Le président de la Fed de New York, lieu des marchés financiers globaux des États-Unis, siège en permanence. J'ajoute, pour l'avoir observé directement, que la préparation des réunions du FOMC est aussi poussée à la Fed de New York qu'au *Board* de Washington. Supposons que le Royaume-Uni entre dans l'UEM prochainement. Le marché financier de Londres sera le cœur des marchés de capitaux de l'UEM. Peut-on imaginer un instant que le gouverneur de la Banque d'Angleterre ne siège pas en permanence au Conseil de politique monétaire ? Si les marchés de capitaux européens sont organisés autour de deux ou trois pôles, les banques centrales qui sont au contact direct de ces marchés doivent évidemment participer en continu à l'élaboration d'une politique monétaire qui devra de plus en plus interagir avec les marchés. Aussi la question de la rotation est-elle une fausse bonne idée ? Elle ne peut en tous cas que se limiter à un petit nombre de membres si les conditions d'efficacité d'une politique monétaire dans des marchés globaux prennent le pas sur l'arithmétique politicienne.

Commentaire

Daniel Gros

Directeur du CEPS (Belgique)

Le contenu de ce « double » rapport, excellent d'ailleurs, ne reflète que partiellement son titre. En effet ce n'est que la seconde partie, signée Patrick Artus, qui établit le bilan de la politique monétaire de la BCE (ou plutôt de l'Eurosystème) depuis sa mise en place. La première partie, signée Charles Wyplosz, aborde des questions plus larges concernant le fonctionnement de l'Eurosystème (architecture, objectifs, instruments, prise de décision) et compare la BCE aux autres grandes banques centrales.

Avant d'entrer dans les détails du rapport deux remarques préalables s'imposent. La première est que le lecteur reste frappé par le ton souvent paradoxal du rapport : malgré une politique monétaire satisfaisante, un grand nombre de réformes s'imposent. Le bilan de Patrick Artus conclut que la BCE a passé l'épreuve des faits. Néanmoins les conclusions du rapport, partagées par les deux auteurs, proposent des changements radicaux. Les auteurs estiment que la BCE s'explique très mal, que trop de personnes contribuent à la prise de décision et qu'elle néglige l'importance des prix des actifs ; mais tout cela n'a apparemment pas eu de conséquences graves – au moins jusqu'à ce jour. Ainsi le besoin d'un changement de système n'apparaît pas toujours évident... Cependant les deux auteurs sont assez convaincants lorsqu'ils exigent certaines réformes : tôt ou tard il faut aligner les mots et les actions. Ce point de vue est d'ailleurs partagé par une large majorité des économistes en Europe.

La critique que la BCE agit de manière adéquate, mais qu'elle s'explique mal, est répandue. Mais comment peut-on concilier cette critique avec

les résultats de Patrick Artus qui démontrent que les marchés financiers semblent avoir moins de mal à prévoir l'évolution des taux d'intérêt dans la zone euro qu'aux États-Unis ? Ceci impliquerait-il aussi que les marchés financiers comprennent mieux la stratégie de la BCE (que celle de la Réserve fédérale) ? Cette question reste ouverte – elle aurait mérité d'être traitée, étant données les enquêtes auprès des opérateurs financiers et les nombreuses publications d'institutions financières très souvent critiques à l'égard de la BCE.

Une seconde remarque préalable est aussi nécessaire : certains points de vue divergents sont traités trop brièvement (ou pas du tout). C'est surtout le cas du pilier monétaire qui compte encore des partisans (par exemple von Hagen et *al.*, 2001). Par exemple, dans ce contexte il aurait été intéressant de citer les arguments récemment avancés par la BCE (Issing et *al.*, 2001) pour justifier le maintien du pilier monétaire.

Sur l'euro, les analyses manquent : après tout l'évolution du taux de change a influencé de manière importante à plusieurs reprises la politique monétaire. On voit mal comment on peut juger la politique monétaire sans prendre position sur la valeur externe de l'euro. Étant donné le taux d'ouverture de la zone euro qui reste non négligeable (exportations de biens et services à 19,7 % du PIB), une forte dépréciation, comme celle subie par l'euro, appelle la réaction d'une banque centrale vouée à la défense de l'inflation. Il est possible que la dépréciation de l'euro soit due à un phénomène d'équilibre, la zone euro ayant perdu de sa compétitivité (partiellement rattrapée au début de l'année 2002 ?). Dans ce cas, la dépréciation (vis-à-vis du niveau initial en 1999) ne devrait pas avoir de conséquences sur l'évolution de l'inflation à long terme. Mais même dans cette hypothèse la BCE devrait tenir compte du potentiel inflationniste de la hausse des prix à l'importation. Dans le cas contraire (le mouvement du taux de change ne représentant pas l'évolution de l'équilibre réel) le taux de change pourrait avoir des effets importants sur l'inflation.

Le titre du premier des deux rapports contient un programme : « La Banque centrale européenne en quête de maturité ». Charles Wyplosz explique bien pourquoi le terme Eurosysteme est plus approprié que celui de BCE. Techniquement la BCE ne représente qu'une dépendance des banques centrales nationales. En termes de personnel l'Eurosysteme (qui réunit les banques centrales nationales et la BCE) reste dominé par les composantes nationales (moins de 1 500 employés à Francfort contre plus de 50 000 dans les douze banques centrales nationales). Ceci est facile à expliquer : le Traité de Maastricht n'a pas fait de choix fédéral. On ne pouvait pas remettre en question l'existence des banques centrales nationales. Telle a bien été la motivation du choix effectué, mais il faut constater que le système a déjà bien évolué depuis 1999 : la BCE est en train de doubler ses effectifs, et bénéficie de plus en plus de l'avantage d'être au centre des développements de la zone euro dans son ensemble. Ce processus continue et la centralisation ne fait que se renforcer. Mais, contrairement à la Réserve fédérale des États-Unis, la direction y restera toujours collégiale. La raison est

simple : à l'intérieur de la Réserve fédérale tout le monde travaille pour le Président. Dans la BCE par contre, les membres du directoire sont les chefs intangibles de leurs départements. Ceci est surtout le cas du membre du directoire chargé de la recherche concernant la politique monétaire. Dans ce sens, le rôle du président de la BCE ne sera jamais équivalent à celui du président de la Réserve fédérale.

Les autres chapitres de cette première partie examinent essentiellement la question si la BCE est une banque centrale moderne. La réponse positive n'est guère surprenante, la BCE ayant été créée récemment.

Le chapitre sur la coordination des politiques économiques aurait mérité plus de réflexion. Les deux formes de coordination sont abordées : la coordination entre les politiques budgétaires nationales, qui restent de la compétence des États, et la coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire (au niveau de la zone euro).

Charles Wyplosz tient pour acquis que dans une union monétaire la coordination des politiques budgétaires est « désirable », mais il la juge problématique pour des raisons politiques et pratiques. Cependant, est-il vraiment évident qu'une coordination des politiques budgétaires soit désirable ? L'auteur reconnaît lui-même qu'on ne sait toujours pas, et que l'on ne saura pas avant longtemps, si, à l'intérieur de la zone euro, les externalités de la politique budgétaires sont négatives, positives ou nulles. (voir aussi Gros et Hobza, 2001). Sa conclusion que « en l'absence d'une connaissance de la direction et de la taille des externalités, il semble dangereux d'envisager une coopération approfondi » est bien sûr à partager. Mais l'ignorance des effets externes ne représente pas seulement une difficulté technique, elle est fondamentale.

La seconde forme de coopération concerne la coordination entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Dans ce cas on peut également émettre des doutes sur l'opportunité d'une coordination : pour la BCE il y aurait un motif pour s'engager dans une coordination explicite avec les autorités budgétaires si la politique budgétaire avait un effet sur l'inflation. Est-ce qu'il en est ainsi ? La plupart des économistes le pensent probablement, mais très peu de travaux empiriques sont disponibles à cet égard. Des résultats récents suggèrent que la politique budgétaire n'affecte pas (ou très peu) l'inflation. Dans ce cas la coordination entre politique budgétaire et la politique monétaire ne serait plus nécessairement « désirable » non plus. De nouveau : l'auteur avance l'argument en passant, mais sans en reconnaître l'importance.

La deuxième partie du rapport « La BCE à l'épreuve des faits » ne contient pas de critiques envers les décisions prises jusqu'à présent. Le chapitre commence par mettre en évidence des différences structurelles entre les marchés financiers de la zone euro et des États-Unis. La conclusion est que : « la BCE doit donc, plus que dans le pays anglo-saxons, compter sur la transmission de ses décisions aux taux à long terme et au taux de change, mécanismes qui n'ont guère jusqu'à présent fonctionné ».

Ayant constaté son importance, l'absence d'une analyse du taux de change devient encore moins acceptable. Sur les taux longs Patrick Artus présente quelques résultats non concluants, dans le sens où l'on ne peut constater d'effet 'crédibilité' sur les taux à long terme, ni pour la Fed, ni pour la BCE.

Patrick Artus juge aussi que la BCE a correctement pris en compte le cycle. Donc, tout va bien ? Pas du tout, apparemment, puisque la BCE ne poursuit pas les bons objectifs. Ce thème est repris dans les conclusions communes des deux auteurs. Leurs propositions de réformes reflètent l'opinion de la plupart des économistes en Europe. L'idée que la BCE devrait passer à un ciblage direct et flexible de l'inflation, avec un objectif moins ambitieux en termes de limite supérieure d'inflation acceptable est à ce jour assez répandue parmi les économistes. Par contre, leur proposition de porter plus d'attention aux prix des actifs est plus controversée, et plus difficile à accepter. En particulier, on voit mal comment la BCE pourrait réagir dans les circonstances actuelles d'une économie en perte de croissance, face à une hausse des prix immobiliers, jugée excessive.

Les auteurs ont aussi raison quand ils attirent l'attention sur le fait que le prochain élargissement de l'UE rend inévitable une réforme du Conseil des gouverneurs. Dans l'excellente discussion à ce sujet j'apprécie particulièrement la proposition de donner plus de poids au directoire, et pense même que l'on pourrait donner une position clé à cet élément fédéral au sein du Conseil des gouverneurs. Les auteurs indiquent aussi en passant que cette approche ne requiert pas nécessairement un changement du Traité UE. Il suffirait que le Conseil des gouverneurs de la BCE se réunisse moins souvent en traçant seulement les grandes lignes de la politique monétaire, en laissant au directoire l'exécution au jour le jour. Cette possibilité pourrait devenir importante parce qu'il sera difficile d'arriver à un consensus sur la réforme de la BCE, les intérêts des grands et des petits pays divergeant trop. Il est révélateur que la BCE n'ait, jusqu'à ce jour, fait de proposition alors que le Conseil européen de Nice lui avait demandé d'en faire en vue de la prochaine conférence intergouvernementale. Mais les choses ont évolué depuis Nice et des propositions concrètes pourraient maintenant venir d'un autre côté : la Convention, qui a été chargée, au sommet de Laeken, de faire des propositions générales sur l'architecture européenne. Cette Convention sur le futur de l'Europe pourrait s'intéresser à la structure de la BCE et faire des propositions concernant la composition du Conseil de la BCE dans la foulée du projet de constitution qui devrait surgir bientôt.

Dans ce contexte il est dommage que l'on discute peu d'un élément important dans ce contexte : les procédures de nomination des gouverneurs des banques centrales nationales. Or, ceux-ci sont nommés exclusivement par des organes nationaux (Parlements, gouvernements, etc.) en dépit du fait qu'ils sont censés exercer une fonction européenne. Quelques réflexions dans cette direction auraient été utiles (voir Bini-Smaghi et Gros, 2000) pour des propositions concrètes à cet égard).

Références bibliographiques

- Artus P., E. Bomhoff, J. von Hagen, G. Galli, U. Inzerillo, R. MacDonald et M.J.M. Neumann (2001-2002) : *EMU Monitor. Press Statements*, <http://www.zei.de>
- Bini-Smaghi L. et D. Gros (2000) : *Open Issues in European Central Banking*, MacMillan and St. Martin's Press.
- Gros D. et A. Hobza (2001) : « Fiscal Policy Spillovers in the Euro Area: Where Are They? », *CEPS, Working Document*, n° 176.
- 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.

Complément A

L'adaptation de la Banque centrale européenne à l'élargissement

Jean-Victor Louis

*Professeur à l'Université libre de Bruxelles
et à l'Institut universitaire européen de Florence,
professeur invité à l'Université de Paris I-Panthéon-Sorbonne*

Le présent complément a pour objet d'examiner du point de vue juridique la procédure et les modalités d'adaptation du fonctionnement du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) à l'élargissement de l'Union monétaire à de nouveaux États après l'adhésion des pays de l'Est et de la Méditerranée actuellement candidats, à l'Union européenne.

Avant d'aborder ces questions, il n'est peut-être pas inutile de rappeler la structure de la BCE et du Système européen de banques centrales (SEBC) et de nous prononcer sur la nature du Système et sur les relations entre le centre et la périphérie. Nous aborderons ensuite l'analyse de la disposition du Traité de Nice qui prévoit une procédure de révision simplifiée de la disposition pertinente des statuts du SEBC et de la BCE. Nous analyserons enfin les solutions envisageables, avant de proposer quelques réflexions finales.

1. BCE, SEBC et Eurosysteme

Les organes de décision de la BCE sont le Conseil des gouverneurs et le Directoire.

Le *Conseil des gouverneurs (Governing Council)* est composé des membres du Directoire et des gouverneurs des banques centrales nationales (BCN) des pays participant à la Monnaie unique (Traité, article 112.1

et statuts, article 10.1). C'est l'organe le plus important de la BCE (et du SEBC). Ses décisions sont prises, sauf exception, à la majorité simple.

On rappellera que la participation des gouverneurs des BCN au Conseil, comme l'existence même du Système européen de banques centrales, reflète l'une des motivations de la création d'une « institution » monétaire. Il s'agissait, pour les partenaires de l'Allemagne, de participer désormais à la prise de décision aux côtés de la Bundesbank, dans un système et au sein d'un organe commun, et de ne plus être soumis à ce qui apparaissait comme des décisions unilatérales de celle-ci⁽¹⁾.

Le *Directoire* (*Executive Board*) est composé de six membres nommés par les chefs de gouvernement des États participants à la Monnaie unique, à la suite d'une procédure complexe (Traité, article 112.2). C'est, par sa composition, l'organe le plus supranational de la BCE et du Système. « Sauf disposition contraire » (statuts, article 11.5), ses décisions sont prises à la majorité simple.

Les organes de direction de la BCE sont aussi ceux du SEBC (Traité, article 105.3 ; statuts, articles 8 et 9.3).

Un troisième organe, à vocation temporaire, le *Conseil général*, où se retrouvent tous les gouverneurs des BCN de l'Union, sous la présidence du président de la BCE, et avec la participation du vice-président, est chargé de faire la liaison entre les BCN des pays *Ins* et celles des pays *Outs*. Il est qualifié de troisième organe de décision de la BCE (article 45.1 des statuts) mais ses pouvoirs sont très limités, ainsi que cela découle des articles 47 et 48 des statuts. En outre, alors que le Conseil des gouverneurs se réunit au moins dix fois par an (statuts, article 10.5) et, en fait, deux fois par mois, sauf en août, le Conseil général s'est réuni quatre fois en 2001, dont deux par téléconférence. Cela marque assez l'importance respective des deux organes dans la vie de la BCE. Toutefois, l'arrivée de plusieurs nouveaux États, non participants dès l'origine à la Monnaie unique, peut donner plus de relief, mais non plus de pouvoir, au Conseil général où les gouverneurs de banques centrales des pays non participants pourront trouver une tribune. Nous nous bornerons, dans le présent complément, à l'analyse de l'adaptation des modes de décision du Conseil des gouverneurs.

Toutes les BCN de l'Union européenne sont, avec la BCE, membres du *Système européen de banques centrales* (Traité, article 8, statuts, article 1.1). Seules les BCN des pays participants à la Monnaie unique sont « partie intégrante » (statuts, article 14.3) du SEBC. L'expression *Eurosystème* a été inventée par la BCE pour des raisons de commodité en vue de désigner l'ensemble formé par les BCN participant à la monnaie unique et la BCE. Elle apparaît actuellement dans les textes qui émanent de la Banque. L'Eurosystème n'adopte pas d'actes et ne fait pas d'opérations. Ces actes et ces opérations sont adoptés ou effectués par la BCE ou par

(1) Cf., pour une vue différente, Baldwin et *al.* (2001) qui voient plutôt un élément de « *political accountability* » dans la participation des BCN, « oreilles » de leurs pays...

une ou plusieurs BCN, membres du Système (*cf.* statuts, articles 9.2, 17, 18, 19, 21, 22, 23 et 24).

On peut s'interroger sur la signification du mot « Système ». À l'origine, il était possible, ainsi que le faisait le commentaire au projet de statuts, rédigé par le Comité des gouverneurs des banques centrales de la Communauté européenne en avril 1991, d'indiquer que le recours au terme « Système » avait pour but « *to describe the existence of the ECB and the NCB as integral parts of the System, governed by a common set of rules and committed to the objectives and tasks assigned to it* »⁽²⁾. Dans une certaine mesure, il y aurait un Système monétaire européen comme il y a un Système monétaire international. L'explication était sans doute réductrice parce que, si c'était le cas, pourquoi ne pas avoir adopté l'expression, qui a été un temps utilisée lors des travaux préparatoires, au moins dans sa version anglaise : « Système européen de banque centrale », au singulier, « *European Central Banking System* », et non pas une formule qui mettait en relief la collectivité des banques centrales ? Aujourd'hui, le concept de Système a pris une certaine réalité. Ainsi, s'autorisant de l'article 106.1 du Traité et de l'article 16 des statuts, aux termes desquels le Conseil des gouverneurs de la BCE est seul habilité à autoriser l'émission de billets de banque dans la Communauté et que la BCE et les BCN peuvent émettre des billets, il a été décidé par le Conseil des gouverneurs que la BCE et les BCN émettront les billets en euros selon une clé de répartition (actuellement, 8 % pour la BCE et une part équivalant à la clé de répartition du capital souscrit, pour chaque BCN)⁽³⁾. L'idée de « *Cross-border Central banking* » est parfois évoquée à propos de l'autorité monétaire européenne, comme à l'article 56 des statuts de la Banque des règlements internationaux, tel qu'il a été modifié à l'occasion de l'entrée de la BCE, en qualité d'actionnaire de cette institution. Il y a certainement une part de vérité dans cette expression, même si elle traduit mal la centralisation existant en ce qui concerne la définition de la politique monétaire, comme nous allons le rappeler ci-dessous.

L'Eurosystème a des *traits fédéraux* : l'autonomie institutionnelle, personnelle (de ses dirigeants) et financière de la BCE, par rapport à ses composantes, la participation des entités composantes à certains organes : Conseil des gouverneurs et Conseil général, (alors que le Directoire est supranational), et, enfin, l'immédiateté des actes de la BCE, dont les destinataires sont soit les banques centrales, soit des opérateurs économiques. Dans le domaine de la politique monétaire, en particulier, c'est aussi un système *centralisé* quant à la prise de décision et *déconcentré* quant à une large partie de la mise en œuvre des opérations. Il est *hiérarchisé*, en ce

(2) « De décrire l'existence de la BCE et des BCN comme parties intégrantes du Système, gouvernées par un ensemble commun de règles et engagées à respecter les objectifs et tâches qui lui sont assignés ».

(3) Voir la décision de la BCE du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros, JOCE, L337/52 du 20 décembre 2001.

sens que les BCN agissent selon les instructions du Directoire, dans le domaine de cette politique (article 12.1, alinéa 2, 2^e phrase) et, plus généralement, les BCN « agissent conformément aux orientations et aux instructions de la BCE » (article 14.3). On citera aussi les articles 14.4 (tutelle des fonctions hors SEBC), 31.2 et 3 (autorisation des opérations de change) et 35 (recours en manquement devant la Cour de Justice contre les BCN en cas de violation des statuts).

La BCE, réservée à l'égard de l'usage du mot « fédéralisme », où elle voit peut-être un ferment centrifuge et aussi un élément négateur de sa position hiérarchique par rapport aux BCN, préfère recourir dans ses actes au « *principe de décentralisation* des opérations de l'Eurosystème » qu'établissent les articles 9.2 et 12.1 des statuts. C'est le cas dans le préambule de sa décision, déjà citée, du 6 décembre 2001 relative à l'émission des billets en euros⁽⁴⁾. Il en résulte selon elle que les BCN doivent être chargées de mettre en circulation et de retirer de la circulation tous les billets en euros, dont ceux émis par la BCE. Conformément au même principe, « le traitement physique des billets en euros doit également être exécuté par les BCN ».

On le voit : il est difficile de reconnaître une qualification unique au système et à la BCE. Pour apprécier la nature de ces entités et leurs rapports avec les autorités nationales, il faut tenir compte du caractère évolutif du statut de l'autorité monétaire européenne, des tensions entre centralisation et décentralisation qui ont présidé à l'adoption de ses statuts et de la nouveauté de l'institution.

2. Révision des statuts et Traité de Nice

L'article 5 du Traité de Nice (non encore en vigueur) a ajouté un paragraphe 6 à l'article 10 des statuts du SEBC et de la BCE.

« L'article 10.2 peut être modifié par le Conseil réuni au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, statuant à l'unanimité, soit sur recommandation de la BCE et après consultation du Parlement européen et de la Commission, soit sur recommandation de la Commission et après consultation du Parlement européen et de la BCE. Le Conseil recommande l'adoption de ces modifications par les États membres. Ces modifications entrent en vigueur après avoir été ratifiées par tous les États membres conformément à leurs règles constitutionnelles respectives.

Une recommandation faite par la BCE en vertu du présent paragraphe requiert une décision unanime du Conseil des gouverneurs. »

Cette procédure conjugue une phase communautaire et une phase nationale. Elle n'est pas sans précédent à cet égard (*cf.* élection du Parlement européen au suffrage universel direct, Traité CE, article 190.4 ; ressources

(4) Décision citée dans la note précédente.

propres, article 269). Elle diffère de la procédure de révision classique parce qu'elle permet de faire l'économie de la réunion d'une conférence inter-gouvernementale. Elle ne dispense pas des ratifications nationales et, en France, le Conseil constitutionnel pourrait être appelé à donner son avis. On imagine mal le recours à un référendum pour une question si spécifique, mais rien n'interdirait d'y procéder.

Avant d'analyser plus avant cette disposition, il n'est peut-être pas inutile de nous interroger sur les alternatives qui eussent été possibles au recours à la procédure de l'article 10.6 des statuts. Ces alternatives sont respectivement :

- l'adaptation du Traité (et du Protocole relatif aux statuts, qui est partie intégrante du Traité) à l'occasion de l'élargissement, en vertu de l'article 49, alinéa 2 du Traité sur l'Union européenne (TUE) (par exemple, article 237 du Traité CEE) ;
- l'addition de l'article 10.2 à la liste des articles des statuts qui peuvent faire l'objet d'une procédure de révision simplifiée en vertu de l'article 107.5 du Traité CE ;
- la révision pure et simple de l'article 10.2 par la procédure ordinaire.

L'article 49, alinéa 2, du TUE dispose que « les conditions de l'admission et les adaptations que cette admission entraîne en ce qui concerne les traités sur lesquels est fondée l'Union, font l'objet d'un accord entre les États membres et l'État demandeur »⁽⁵⁾.

Deux interprétations se sont opposées en ce qui concerne la portée des adaptations que l'admission peut entraîner : une interprétation étroite, quasi arithmétique (par exemple, le nombre des sièges ou des voix à réserver au futur adhérent) et une interprétation plus large qui tendait à permettre l'adoption de dispositions de nature à éviter les difficultés que l'élargissement pouvait comporter pour le fonctionnement de la Communauté (Union). C'est la première interprétation qui a prévalu lors des élargissements successifs, les modifications plus substantielles ayant fait l'objet d'un traité distinct de révision. Ainsi, par exemple, l'Acte unique de 1986 a-t-il suivi la signature en 1985 de l'Acte d'adhésion de l'Espagne et du Portugal. Nous ne cherchons pas ici à approfondir la notion d'adaptation⁽⁶⁾. L'intérêt de la question est d'ailleurs assez théorique. Nous nous bornerons à faire remarquer que la formule choisie par le Traité de Nice présente l'avantage d'introduire dans le Traité, une disposition cadre, dont il sera possible d'user encore à l'avenir, alors qu'*a priori*, une adaptation au sens de l'article 49 modifie, une fois pour toutes, les règles du Traité et qu'elle est incluse dans les négociations d'adhésion. En outre, l'introduction de l'article 10.6 supprime les contestations possibles sur le champ de l'« adaptation », même si, nous allons le voir, il y a des limites à ce qui peut être réalisé en vertu de cette nouvelle disposition.

(5) C'est nous qui soulignons.

(6) Cf. Louis (1987).

Pourquoi ne pas avoir simplement ajouté l'article 10.2 à la liste des articles qui peuvent d'ores et déjà être modifiés par une procédure simplifiée, selon l'article 107.5 ? Il semble que deux motifs expliquent que l'on n'ait pas choisi cette orientation. D'une part, les dispositions qui peuvent faire l'objet de la révision sont essentiellement des dispositions financières et non pas des dispositions institutionnelles. D'autre part, et surtout, les négociateurs ont voulu que la modification recueille l'unanimité au sein du Conseil en toute hypothèse (et non pas, selon le cas, l'unanimité ou la majorité qualifiée) et qu'elle requière une décision au niveau des chefs d'État ou de gouvernement, et non pas du Conseil des ministres de l'Économie et des Finances, ainsi que l'approbation des États membres. La procédure de vote au sein du Conseil des gouverneurs touche en effet à la position respective des États au sein de l'Union, un sujet dont les pénibles négociations de Nice ont montré le caractère délicat.

Enfin, il n'est pas apparu souhaitable de soumettre une disposition des statuts à la procédure normale de révision du Traité, deux ans après le début du passage à la Monnaie unique. D'où le caractère extrêmement modeste de la mesure arrêtée à Nice.

Contrairement à ce que dispose, pour les institutions politiques de l'Union, le Protocole sur l'élargissement de l'Union européenne, adjoint au Traité de Nice, l'article 5 du Traité qui introduit l'article 10.6 des statuts du SEBC et de la BCE, ne spécifie pas de date pour l'entrée en vigueur de la modification de l'article 10.2. La Déclaration n° 19 annexée au Traité de Nice se limite à énoncer que « La Conférence escompte qu'une recommandation au sens de l'article 10.6 des statuts du SEBC et de la BCE sera présentée dans les plus brefs délais ».

La recommandation dont il s'agit est vraisemblablement celle que la Commission ou la Banque doivent présenter mais cela peut être aussi celle que le Conseil doit faire aux États membres, qui doivent la soumettre à leurs règles constitutionnelles respectives. S'agissant d'une question institutionnelle liée à l'élargissement, on ne comprendrait pas qu'elle ne soit pas réglée en même temps que les autres questions qui l'entourent. Et, on le sait, officiellement, les premières adhésions devraient être effectives au 1^{er} janvier 2004.

Selon le nouvel article 10.6, la Commission, ou la BCE, peut introduire une recommandation et elles sont invitées à se prononcer par voie d'avis sur le texte issu de l'initiative de l'autre « institution ». Il n'y a pas d'ordre de préférence entre les deux, ni de hiérarchie entre des textes éventuellement concurrents⁽⁷⁾ mais en cas de droit d'initiative partagé entre la BCE et la Commission, la pratique montre que celle-ci laisse généralement le soin à la Banque de présenter le texte, spécialement quand celui-ci concerne la Banque au premier chef.

(7) L'hypothèse de textes concurrents dénoterait une faille dans la coopération entre les deux entités. On peut, en revanche, imaginer que l'une prenne le relais de l'autre en cas de carence.

On notera que si elle est faite par la BCE, la recommandation doit recueillir l'unanimité au sein du Conseil des gouverneurs, ce qui est aussi le cas dans la procédure de révision simplifiée de l'article 107.5 du Traité (article 41.1 des statuts). Et une recommandation ne lie pas l'autorité responsable de son adoption.

On peut aussi s'interroger sur le contenu de la recommandation à élaborer. Le précédent du Protocole sur l'élargissement montre que, pour ce qui concerne la composition « définitive » de la Commission, le Protocole (article 4.3) s'est limité à fixer une procédure et des principes. Ainsi, le Conseil devra-t-il à l'unanimité, après la signature du Traité d'adhésion du 27^e État membre de l'Union, arrêter le nombre des membres de la Commission et les modalités de la rotation égalitaire contenant l'ensemble des critères et des règles nécessaires à la fixation automatique de la composition des collèges successifs, sur la base des principes qu'énonce cet article 4.3. Faute d'insérer dans les statuts ou en annexe des règles très complexes, on peut imaginer que le Conseil sera amené à proposer une disposition cadre de ce genre.

S'agissant ici aussi d'une procédure « simplifiée », son objet doit être limité au champ d'application des prescriptions qui l'ont prévue, c'est-à-dire qu'il ne peut s'agir que de modifications qui rentrent dans le cadre de l'article 10.2 des statuts. Ainsi, comme cela a été déjà remarqué par des auteurs, il est possible, compte tenu de la portée de l'article 10.2, de modifier :

- le principe « un membre, une voix » ;
- le principe selon lequel chaque membre du Conseil des gouverneurs possède le droit de vote ;
- le rapport, en termes de voix, du Directoire et du Conseil ;
- le quorum des deux tiers requis pour que le Conseil puisse voter ;
- le principe selon lequel les décisions sont prises à la majorité simple ;
- la possibilité pour un gouverneur, absent pendant une période prolongée, de désigner un suppléant pour le remplacer (*cf.* Servais, Vigneron et Ruggeri, (2000)).

Comme le soulignent ces auteurs, cela signifie que l'on ne peut, par la décision prise en vertu de l'article 10.6 nouveau, modifier des règles qui découlent d'autres articles des statuts ou d'autres paragraphes de ce même article 10. Et de citer le principe d'indépendance, les règles particulières de vote prévues par les articles 10.3 (matières financières) et 11.3 (conditions d'emploi), la composition du Conseil des gouverneurs qui comporte en vertu de l'article 10.1, à la fois les membres du Directoire et les gouverneurs des BCN des pays participants à la Monnaie unique. Par ailleurs, le nombre de membres du Directoire est déterminé par l'article 112.1 (a) et ne peut, à ce titre, faire l'objet d'une modification en application de l'article 10.6.

La BCE aurait voulu faire consacrer dans une déclaration que la Conférence intergouvernementale (CIG) à Nice eût adoptée, le « principe consti-

tutif essentiel de la direction de la politique monétaire de la BCE... une voix par membre ». Dans son avis adressé à la présidence du Conseil de l'Union européenne, elle « accueille favorablement l'intention de ne pas modifier ce principe constitutif essentiel »⁽⁸⁾ mais comme le notent les auteurs précités, la déclaration sollicitée par la BCE n'a pas été discutée par la conférence intergouvernementale et l'on peut douter dès lors que le principe soit vraiment considéré comme essentiel par le Traité de Nice. Cela irait à l'encontre du but même poursuivi par l'introduction de l'article 10.6.

3. Les différentes solutions⁽⁹⁾

La raison d'être de la volonté de soumettre à un réexamen les modalités de prise de décision au sein du Conseil des gouverneurs est certes d'éviter qu'après l'élargissement à un nombre important d'États, appelés à adhérer progressivement à la Monnaie unique, le Conseil des gouverneurs devienne une instance « ingouvernable », parce que trop nombreuse. Comment arrêter la politique monétaire, dans un organe composé de plus de trente personnes ayant toutes le droit de vote ?

En outre, beaucoup voient dans l'élargissement, l'exacerbation d'une situation, déjà présente actuellement à leurs yeux, où les gouverneurs des banques centrales nationales d'États, à la population et au PIB plus importants, courent le risque de se voir minorisés par le vote groupé de leurs collègues de pays à population et produit intérieur brut réduits. Le PIB total des nouveaux adhérents ne sera pas plus important que celui des seuls Pays-Bas. On comprend qu'à tort ou à raison, la perspective de l'adhésion suscite des préoccupations, que ne peut réussir à calmer l'insistance sur le fait que les gouverneurs ne sont pas, au sein du Conseil, les représentants de leur État mais y siègent en qualité d'experts indépendants, d'autant plus que cette préoccupation s'ajoute à la crainte de « l'effet du nombre » mentionné ci-dessus.

Les formules qui sont avancées en vue d'apporter une solution au problème ainsi posé sont la délégation de la prise de décision au Directoire ou à un autre organe à créer, la rotation ou la création de circonscriptions. Nous y ajouterons le vote pondéré.

(8) Cf. avis de la BCE du 5 décembre 2000 sollicité par la présidence du Conseil de l'Union européenne sur une proposition de modification de l'article 10.2 des statuts du SEBC et de la BCE, *JOCE*, C 362, 16 décembre 2000, p. 13 (www.ecb.int/pub/legal/op0030fr.htm).

(9) Les développements qui vont suivre ne comportent pas de simulation en fonction des différentes hypothèses choisies et du nombre de BCN faisant effectivement partie de l'Eurosystème, un nombre qui évoluera nécessairement. On trouvera de tels calculs dans le rapport de Frédéric Allemand (2002), élaboré sous ma direction dans le cadre du projet *Euro Spectator*. Ce rapport prend en considération les travaux élaborés en particulier sous l'égide du CEPR et apporte des éléments personnels. Frédéric Allemand, doctorant à l'Université de Paris I, nous a en outre livré d'utiles observations et suggestions à propos du présent complément, ce dont nous le remercions.

3.1. La délégation

On le sait, le Directoire est le seul organe qui ne subira pas de modification par suite de l'élargissement et il est aussi le seul organe permanent et, à ce titre, chargé de la gestion courante (statuts, article 11.6).

Pour s'orienter dans la voie de la délégation de pouvoirs de décision au Directoire, il n'est pas nécessaire de recourir à la procédure de l'article 10.6 mais des limites s'imposent à une telle solution en vertu des statuts et des principes généraux du droit qui excluent l'octroi d'un chèque en blanc. Le recours à l'article 10.6 ne permettrait pas de franchir l'obstacle.

Quant à une délégation à un organe à créer, il y a lieu de noter que, selon une jurisprudence déjà ancienne de la Cour de Justice, un pouvoir de décision comportant des choix discrétionnaires ne peut être délégué à un organe non prévu par le Traité (arrêts Meroni, aff. 9 et 10-56). Cette jurisprudence a paralysé jusqu'à présent la création par des actes de droit dérivé d'agences dotées d'un pouvoir décisionnel. L'on ne pourrait procéder par une décision de la BCE à une délégation de pouvoirs qui ne respecte pas ces principes.

Ainsi, on ne peut prévoir la délégation du pouvoir de décision du Conseil des gouverneurs à un sous-groupe ou à un groupe extérieur, tel un Comité de politique monétaire. Outre qu'elle ne respecterait pas les règles du Traité en ce qui concerne la délégation au Directoire (voir ci-dessous) et les principes généraux du droit communautaire, elle poserait sans doute des problèmes d'acceptabilité. Elle méconnaîtrait le rôle des BCN dans le système. La solution qui s'orienterait vers la création d'un comité monétaire composé d'experts extérieurs aux BCN, nierait la réalité d'un système composé des BCN et l'équilibre voulu entre le Conseil et le Directoire.

En revanche, la question de la légitimité de la délégation au Directoire de la compétence de prendre des décisions de politique monétaire est posée.

L'article 12.1, 2^e alinéa, dernière phrase prévoit que le « Directoire peut recevoir délégation de certains pouvoirs par décision du Conseil des gouverneurs. ». À ce sujet le règlement intérieur de la BCE dispose, en son article 17.3 que : « Le Conseil des gouverneurs peut déléguer ses pouvoirs normatifs au Directoire pour l'application de ses règlements et de ses orientations. Le règlement, ou l'orientation, concerné précise les points devant être appliqués ainsi que les limites et l'étendue de la délégation ».

Le moins que l'on puisse dire est que l'esprit de cette disposition du règlement intérieur est assez restrictif. La délégation ne pourrait être utilisée que pour l'application (normative) des actes du Conseil et non pas pour l'adoption d'actes législatifs de base.

Rien ne s'oppose toutefois, en vertu des statuts, à ce que le Conseil délègue au Directoire certaines compétences dans le domaine de la politique monétaire. On peut imaginer que le Conseil habilite le Directoire à prendre des décisions relatives au taux d'intérêt, entre deux séances du

Conseil, dans des limites que celui-ci pourrait fixer. Peut-on en revanche, légitimer une délégation générale, un chèque en blanc, donnée pour une durée illimitée ? Cela paraît peu concevable. Certes, les statuts font état de la délégation de « certains pouvoirs » et le pouvoir de décider le niveau des taux n'est qu'un pouvoir parmi d'autres. Il ne s'agirait donc pas, en ce sens, de délégation générale et celle-ci serait par définition réversible. Ce serait toutefois un changement radical⁽¹⁰⁾ qui « déposséderait », en fait sinon en droit, de façon spectaculaire la collectivité des gouverneurs d'un pouvoir auquel eux-mêmes ou leurs prédécesseurs attachaient, pour la plupart, une importance capitale. « Pour la plupart », parce qu'au moment de l'élaboration des statuts, le Président de la Bundesbank était partisan de conférer des pouvoirs importants au Directoire. Mais ce n'est pas dans ce sens que les auteurs des statuts et la pratique ont tranché. Le pouvoir de fixer le taux de base des opérations de refinancement est une des compétences majeures, sinon la plus importante, du Conseil des gouverneurs.

En tous cas, ce n'est pas sur la base de l'article 10.6 que l'on pourrait introduire une délégation plus large que celle permise par l'article 12.1. Nous l'avons souligné : la décision à prendre en vertu de l'article 10.6 ne peut modifier d'autres dispositions des statuts, et, en particulier, porter atteinte aux principes qui gouvernent les relations entre les organes de décision de la BCE, en vertu de l'article 12 de ces statuts.

La solution qui consisterait à ce qu'en raison de la diminution du nombre des réunions du Conseil et dès lors de leur espacement, le Directoire soit amené à prendre en quelque sorte le pouvoir, n'est pas non plus acceptable, en droit, parce qu'elle impliquerait une violation des règles qui gouvernent les relations entre les deux organes principaux de décision de la BCE. En effet, selon l'article 12.1 des statuts, c'est le Conseil des gouverneurs qui « arrête les orientations et prend les décisions nécessaires... ». C'est lui qui « définit la politique monétaire ». En vertu de la même disposition, le Directoire « met en œuvre la politique monétaire conformément aux orientations et aux décisions arrêtées par le Conseil des gouverneurs ». Il peut recevoir délégation mais on ne conçoit pas, sauf situation de crise mettant la continuité de l'institution et de sa mission en péril, que cette délégation résulte du silence du Conseil des gouverneurs. En revanche, une habitude de délégations limitées (dans le cadre de fourchettes et pour une période déterminée) pourrait entraîner progressivement l'évidence de la nécessité d'une attribution de pouvoir au Directoire par une révision des statuts. Encore faudrait-il que l'on trouve une majorité au sein du Conseil pour une telle délégation.

(10) On comprend la différence entre la délégation au Directoire dans le domaine, par exemple, de la gestion des réserves de change de la BCE et pour ce qui a trait à la politique monétaire.

3.2. La rotation

En faveur de la solution qui donne pour une période déterminée le pouvoir de vote à un nombre limité de membres de l'organe chargé d'arrêter des mesures de politique monétaire, l'on invoque généralement l'exemple du *Federal Open Market Committee* (FOMC) du *Federal Reserve System*.

La rotation implique que, si certains membres du Conseil⁽¹¹⁾ ont le droit de vote pendant une certaine période, en revanche, ils ont tous le droit de participer aux discussions. Ce principe applicable aux délibérations du FOMC est, semble-t-il, retenu dans les formules étudiées pour le Conseil des gouverneurs.

L'organisation technique de la rotation repose sur les choix suivants : le nombre des gouverneurs ayant un droit de vote à l'occasion des réunions du Conseil des gouverneurs, la durée du cycle de rotation et l'uniformisation ou la régionalisation de la rotation.

Le nombre des membres qui ont le droit de vote peut être fixé une fois pour toutes, indépendamment du nombre de BCN qui accéderont à la zone euro (formule « statique ») mais dans ce cas, il sera difficile de résister aux pressions en vue d'une adaptation. Si le nombre des membres augmente de façon importante, comme c'est à prévoir, et qu'une formule statique prévoit de ne concéder le droit de vote simultanément qu'à un nombre limité de membres, cela pourrait avoir pour résultat, dans une rotation de six mois, par exemple, que certains gouverneurs n'auraient le droit de vote que tous les x années, ce qui est peu acceptable.

Le système peut aussi comporter une règle d'adaptation automatique, un *ratio* permettant de faire évoluer le nombre des gouverneurs ayant le droit de vote en fonction des nouvelles adhésions à la phase 3 de l'Union monétaire. Il s'agit alors d'une formule « dynamique ». Mais dans ce cas, l'on risque de se trouver rapidement dans une situation où le nombre de membres ayant le droit de vote serait relativement élevé.

Dans les deux cas, l'adhésion à la Monnaie unique de toute nouvelle BCN imposera de revoir le calendrier des rythmes de rotation, ce qui plaide en faveur de l'adoption d'un acte de droit dérivé pour fixer ce calendrier.

La durée du cycle de rotation se définit comme l'addition de la période pendant laquelle un gouverneur exerce son droit de vote au sein du Conseil et celle pendant laquelle il en est privé. On peut imaginer une différenciation entre les gouverneurs qui consisterait à faire varier la durée où le droit de vote est exercé, ou la longueur du cycle de rotation selon l'importance (en vertu de critères géographiques, économiques...) de l'État dont relève

(11) Il y a lieu de préciser que la rotation ne pourrait s'appliquer qu'aux seuls gouverneurs et non aux membres du Directoire, au regard de la permanence de cet organe, de ses compétences concernant la gestion courante de la BCE, et de sa participation à la préparation des décisions soumises au Conseil des gouverneurs. C'est la règle suivie à la *Federal Reserve*.

la BCN. Cela ne serait pas une « rotation égalitaire » (même si elle n'était pas « discriminatoire », si elle était fixée sur des critères objectifs) au sens de l'article 4.3 du Protocole sur l'élargissement, pour ce qui concerne la Commission. Cela poserait les mêmes problèmes que la pondération des votes : favoriser les grands États au détriment des petits, en donnant un caractère intergouvernemental à la délibération au sein du Conseil des gouverneurs (voir infra).

Si l'on « régionalise » la rotation, l'on risque de se trouver confronté à la même difficulté que dans le cas de la circonscription : l'indépendance des gouverneurs ayant le droit de vote ne sera plus garantie.

Toute solution qui priverait du droit de vote un grand nombre de gouverneurs pour une longue période sera difficile à faire admettre politiquement. La perte d'une telle influence, comme une forte délégation, ne serait sans doute acceptable que dans le cadre d'une réforme d'ensemble des statuts, et cette réforme apparaît comme prématurée et, surtout, contraire au système tel qu'il a évolué jusqu'ici. Toute formule de rotation sera nécessairement délicate et complexe, mais la rotation constitue sans doute un moindre mal.

3.3. Les circonscriptions (*Constituencies*)

Le système des circonscriptions ou constituantes serait emprunté à celui des institutions de Bretton Woods. Son principal inconvénient réside dans le fait que le membre désigné par la constituante risquerait d'apparaître comme le délégué de celle-ci, en contradiction avec le principe d'indépendance des membres des organes de la BCE. Certes, les administrateurs (*Executive Directors*) du Fonds monétaire international (FMI) ne sont pas formellement les représentants des pays qui les désignent ou les élisent, ils ont une loyauté vis-à-vis du Fonds mais il n'en reste pas moins qu'ils doivent consulter les membres de leur constituante et, en cas de désaccord au sein de celle-ci, ils sont amenés à s'abstenir.

Le Président Duisenberg a remarqué, au cours d'une audition par la Commission économique et monétaire du Parlement européen, le 5 mars 2001 que la création de constituantes : « *would violate the principle of total independence of the individual participants, because a representative of a constituency would have to defend the interests of his constituency in the governing council. That would run counter to the total personal independence as it is presently formulated and experienced* »⁽¹²⁾.

(12) « Violerait le principe d'indépendance totale des participants individuels, parce qu'un représentant d'une circonscription aurait à défendre au sein du Conseil des Gouverneurs les intérêts de sa circonscription. Cela irait à l'encontre de la totale indépendance personnelle telle qu'elle est aujourd'hui formulée et expérimentée » cité par F. Allemand, *loc. cit.* Le Président Duisenberg a réaffirmé sa position à cet égard lors d'une audition par la Commission économique et monétaire du Parlement européen, le 21 mai 2002, en faisant état de sa longue expérience du FMI.

En outre, ni la proximité géographique, ni la taille de l'économie, ni les chiffres de population ne sont des critères automatiques de cohésion. À cet égard, le trio « naturel » formé par les pays du Benelux est un exemple de regroupement qui n'est pas nécessairement le plus solidaire. Au sein du Fonds, la Belgique et les Pays-Bas dirigent d'ailleurs chacun « leur » constituante.

La question se poserait dans un tel système si l'on pourrait maintenir l'égalité de voix des « représentants » de chacune des constituantes. Si cela n'était pas le cas, l'égalité de droit des personnes admises à voter ne serait pas respectée. Cela serait un inconvénient qui soulignerait encore le caractère « intergouvernemental » du Conseil ainsi composé.

On peut penser que la division en circonscriptions susciterait des débats et des réserves aussi importants que l'élaboration des formules pour la composition de la Commission que l'on trouve à l'article 4.3 du Protocole sur l'élargissement de l'Union européenne annexé au Traité de Nice, en vue d'assurer une « rotation égalitaire » entre les États membres pour assurer leur participation à la Commission.

3.4. Les votes pondérés et les majorités qualifiées

Les statuts du SEBC et de la BCE n'ignorent pas les votes pondérés. Ils sont prévus, comme cela a déjà été rappelé, pour les délibérations visées à l'article 10.3, qui sont relatives à des questions financières⁽¹³⁾ où les BCN apparaissent en leur qualité d'actionnaires de la BCE et où, dès lors, l'application de la clé de répartition applicable au capital de la Banque (population/PIB) est logique. L'article 11.3, concernant les conditions d'emploi des membres du Directoire, dispose tout aussi naturellement que ceux-ci n'ont pas le droit de vote pour ces questions. Mais précisément, le domaine limité de ces délibérations montre assez qu'il s'agit d'exceptions à la règle.

La transposition des règles de pondération applicables au Conseil de l'Union selon l'article 205.2, aurait pour conséquence, comme l'introduction de constituantes, de donner aux membres du Conseil des gouverneurs la qualité de représentants de leur État. Il en irait de même de pondérations *ad hoc*, ou de la généralisation de la clé de répartition du capital de la BCE : 50 % en fonction du PIB et 50 % en fonction de la population. Cette formule favoriserait les grands États et priverait de vote les membres du Directoire, qui représentent pourtant, par excellence, l'intérêt de l'institution.

On peut aussi songer à l'introduction de la majorité qualifiée sans pondération. Ici aussi, le Directoire n'aurait pas de droit de vote et le caractère intergouvernemental du Conseil serait accentué.

(13) La pondération des membres du Directoire est, dans ce cas, égale à zéro. La décision est prise à la majorité qualifiée.

4. Réflexions finales

Il semble que seules des formules de rotation soient acceptables pour résoudre le problème de la composition du Conseil des gouverneurs de la BCE au sein d'une Union élargie, à condition qu'elles respectent l'égalité de droits des personnes appelées à exercer le droit de vote. Cela ne serait plus « une voix par membre » mais « une voix par membre appelé à voter ».

La délégation du pouvoir d'arrêter la politique monétaire au Directoire ou à un organe *ad hoc* se heurte à des obstacles constitutionnels. En particulier, la création d'un Comité de politique monétaire, théoriquement peut-être une solution d'avenir, paraît contraire à la réalité du système actuel et sa transposition, au stade actuel, dans un contexte qui n'est pas assimilable à celui d'un ordre juridique interne, tout à fait irréaliste.

La création de constituantes risque de heurter de front un principe de base du Système : l'indépendance des membres de ses organes. Ce principe est capital si la BCE entend disposer de la liberté d'action nécessaire et conserver la confiance des marchés.

Il en serait de même pour les formules de pondération des voix ou de vote à majorité qualifiée, qui transformeraient le Conseil des gouverneurs en un organe intergouvernemental, en contradiction avec le Traité.

Références bibliographiques

- Allemand F. (2002) : « La réforme institutionnelle de la Banque centrale européenne dans le contexte de l'élargissement », *Rapport dans le cadre du projet Euro Spectator*, juin (disponible sur : www.iue.it).
- Baldwin R., E. Berglöf, F. Giavazzi et M. Widgrén (2001) : « Preparing the ECB for Enlargement », *CEPR Policy Paper*, n° 6, octobre.
- Louis J-V. (1987) : « Commentaire de l'article 237 du Traité CEE¹⁴ » in *Commentaire J. Mégret*, vol. 15, Bruxelles, p. 545 et s.
- Servais D., Ph. Vigneron et R. Ruggeri (2000) : « Le Traité de Nice. Son impact sur l'UEM », *EUREDIA*, 2000/4, 477, 490.

(14) Actuel article 49 du Traité de l'Union européenne.

Complément B

Comment la Réserve fédérale américaine a expliqué sa politique

Anton Brender

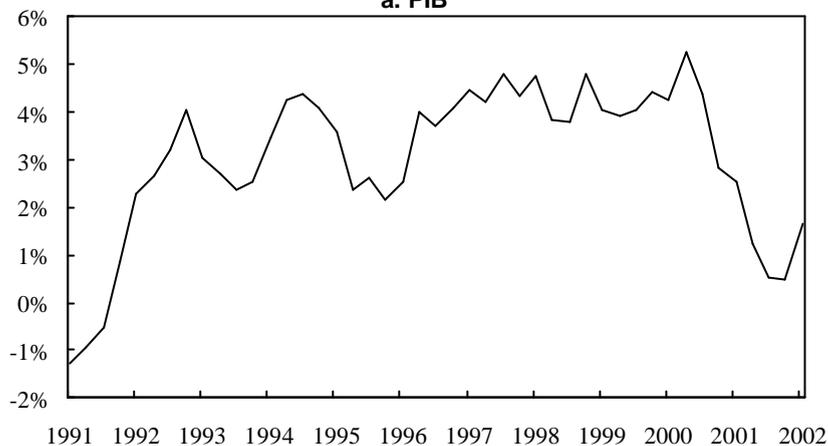
Directeur des études économiques de DEXIA Asset Management

Dans une étude récente sur la politique monétaire américaine des années quatre-vingt-dix, N.G. Mankiw (2001) arrive à une conclusion provocante : le seul principe qu'Alan Greenspan lègue à son successeur, pour l'aider à mener une bonne politique, est qu'il faut « étudier attentivement toutes les données disponibles et fixer ensuite les taux au bon niveau ». Ne pouvoir effectivement tirer de la politique menée pendant une décennie aucune autre leçon, ni pour la Réserve fédérale ni, *a fortiori*, pour la BCE, serait d'autant plus regrettable que, d'un point de vue macroéconomique, la performance de l'économie américaine pendant ces années a été remarquable. L'étude citée montre en effet que, sur cette période, non seulement la croissance a été élevée et l'inflation basse mais leur stabilité n'a jamais été aussi grande.

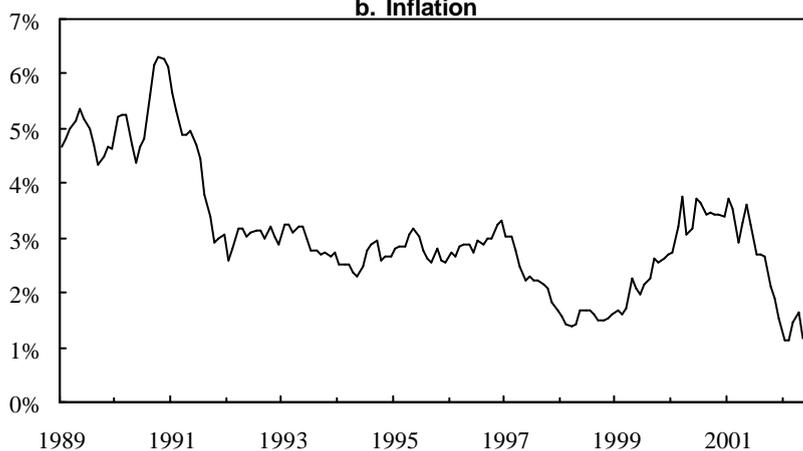
Le pessimisme de Mankiw est-il justifié ? Avec Alan Greenspan, la Réserve fédérale s'est-elle effectivement placée à l'un des extrêmes du spectre des stratégies possibles, spectre qui va du respect automatique d'une règle à la plus absolue discrétion ? L'objet de la présente étude est de répondre à cette question à partir d'une analyse des comptes rendus réguliers des interventions d'A. Greenspan devant le Congrès américain à l'occasion des *Humphrey-Hawkins testimonies*. La conclusion en est plus nuancée. Ces déclarations font nettement apparaître la volonté de la Réserve fédérale de rendre les principes qui guident la politique monétaire suffisamment clairs pour être perçus par les agents économiques. Elles montrent aussi l'attention accordée aux incertitudes auxquelles une Banque centrale est en permanence confrontée et les innovations faites pour tenter d'y faire

1. Croissance, inflation et taux d'intérêt au cours des années quatre-vingt-dix

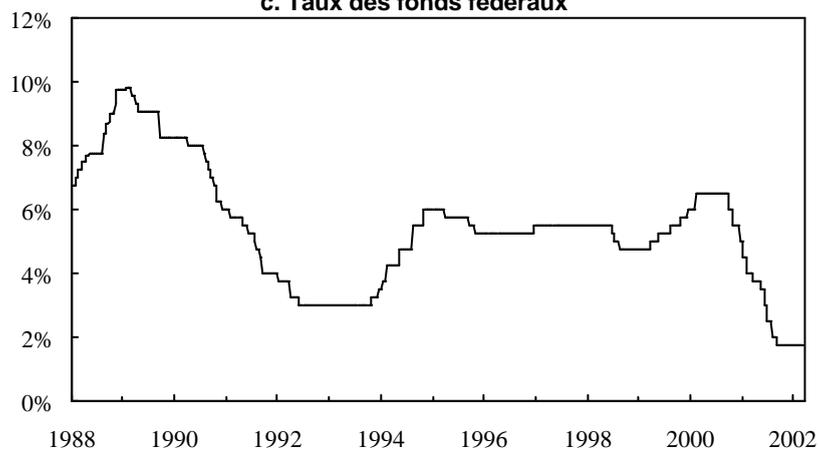
a. PIB



b. Inflation



c. Taux des fonds fédéraux



Source : Datastream.

face. Elles montrent enfin que le mode de conduite de la politique monétaire adopté, dans la mesure où il comporte une dimension discrétionnaire, est vulnérable aux erreurs de jugement.

Cette conclusion rejoint ainsi le point de vue défendu par L.H. Meyer, membre du FOMC pendant toute cette période. Il propose de désigner le mode de conduite qui s'est précisé pendant ces années par le terme « *rule-like* » : « *In order to use learning by private decision-makers, policy needs to be transparent and systematic, what I have been calling rule-like. The combination of transparent and consistent policy responses allows the financial markets to better anticipate future policy actions. This, in turn, results in long-term rates moving more quickly and assuredly in response to changing economic conditions, in the expectation that monetary policy action will follow. The articulation of the logic implicit in a simple rule – the description of the normal course of policy – allows policymakers to communicate the broad rationale for their policy actions, and, at the same time, regularizes policy responses to changing economic conditions. However, both policymakers and private decision-makers recognize that views of the state of the economy evolve over time, as do more fundamental views of the correct model of the economy. Therefore, while monetary policy can follow a rule-like behavior, it can and should avoid the straightjacket of a quarter-to-quarter commitment to a strict rule* »⁽¹⁾, Meyer (2002, p. 3).

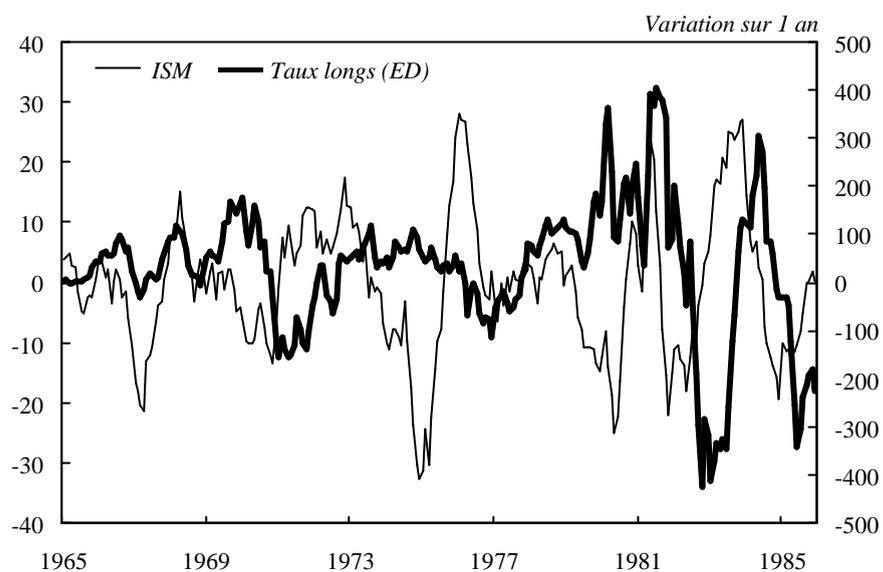
Il est bon toutefois, pour faciliter la lecture de ce qui suit, de rappeler les grandes phases de la politique américaine de la décennie passée (cf. également graphique 1) :

- le début de la période est marqué par une baisse lente mais profonde des taux directeurs qui vont descendre de 10 à 3 %. Il s'est agi alors d'assurer la reprise de la croissance ébranlée par les effets conjoints de la crise bancaire de la fin des années quatre-vingt et de la Guerre du Golfe ;
- début 1994, la croissance ayant repris, la Réserve fédérale engage une « frappe préventive ». Alors même qu'aucune élévation marquée du rythme d'inflation n'est observée, elle monte, en quelques mois, ses taux de 3 à 6 %. La décélération de la croissance étant acquise, elle détend un peu ses taux qui redescendent à 5,25 % en 1995 ;

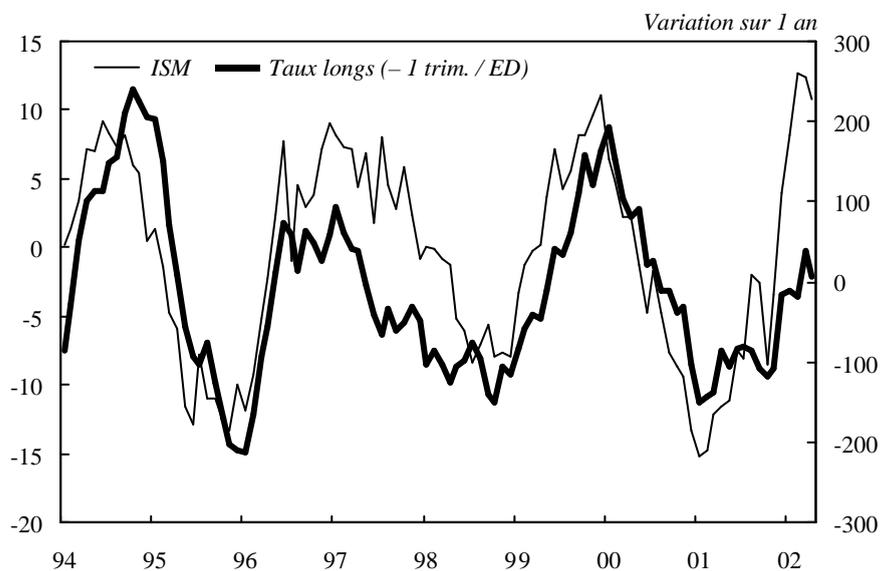
(1) « Pour tirer parti de l'apprentissage des agents privés, la politique doit être transparente et systématique, ce que j'ai appelé semblable à une règle. La combinaison de réponses transparentes et cohérentes permet aux marchés de mieux anticiper les prochaines actions de la politique monétaire. Ceci conduit à une modification plus rapide et plus sûre des taux longs en réaction à l'évolution de l'économie, par l'anticipation qu'une action de politique monétaire suivra. L'explicitation de la logique d'une règle simple – la description du cours normal de la politique monétaire – permet à ceux qui décident de cette politique de faire part des principes de leurs actions et en même temps rend plus régulières leurs réponses aux évolutions économiques. En même temps les décideurs publics et privés ont conscience que la perception de l'état de l'économie évolue, comme évolue celle du modèle qui la représente. Pour cette raison, la politique doit obéir à un comportement semblable à une règle, sans pour autant être contrainte de respecter trimestre après trimestre une règle stricte ».

2. Taux longs 10 ans et indice ISM

a. 1965-1985



b. 1994-2001



Note : Les variations de taux sont en points de base.

Source : Datastream.

- pendant près de trois ans, la croissance se poursuit à un rythme proche de 4 %, supérieur à celui considéré jusque là comme soutenable à moyen terme, sans que la Réserve fédérale ne touche pratiquement à ses taux. Elle les baissera seulement, un peu, à l'automne 1998, au moment de la crise asiatique ;

- à partir de 1999, la croissance s'accélérait, la politique monétaire entre dans une phase restrictive : les taux vont monter assez lentement jusqu'à 6,5 %. Le ralentissement de l'activité étant acquis, puis s'accélérait avec l'éclatement de la bulle boursière et le choc du 11 septembre, les taux vont à nouveau baisser profondément : fin 2001, ils sont à 1,75 %.

C'est sur cette toile de fond qu'il faut resituer les efforts faits par la Banque centrale américaine pour adapter son mode de conduite de la politique monétaire.

1. Rendre clairs les principes qui guident la politique monétaire

L'objectif de la Réserve fédérale (Fed) est complexe. Elle doit en effet, par sa politique, promouvoir le plein emploi aussi bien que la stabilité des prix, tout en contribuant au maintien d'un niveau modéré des taux d'intérêt. Cette apparente multiplicité d'objectifs n'a pas empêché la Fed de parvenir, au cours de la dernière décennie, à rendre les principes de sa politique beaucoup plus clairs et lisibles qu'auparavant. Une observation est ici significative : la variation des taux à long terme entretient, depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, une relation étroite avec celle de la conjoncture (*cf.* graphique 2).

Cette observation a des implications importantes. D'abord, les « paniques inflationnistes » (*inflation scares*) qui conduisaient à des hausses brutales de taux longs, pendant les années quatre-vingt, ont aujourd'hui disparu : la crédibilité de la Banque centrale en matière de lutte contre l'inflation s'est fortement accrue. Ensuite, la manière dont la Réserve fédérale est susceptible d'agir face à l'évolution de la conjoncture est suffisamment dénuée d'ambiguïté pour que les variations de cette dernière guident celles du niveau des taux directeurs attendu par les marchés et donc aussi, dans une large mesure, celles des taux longs. La Réserve fédérale est en effet arrivée à persuader les marchés que la maîtrise de l'inflation est pour elle un impératif, sans pour autant être une fin en soi : « *Our objective has never been to contain inflation as an end in itself, but rather as a precondition for the highest possible long-run growth of output and income – the ultimate goal of macroeconomic policy* »⁽²⁾ (Greenspan, 1997b). En fait, elle va montrer sa détermination, en l'absence de tensions inflationnistes, à agir systématiquement pour soutenir la conjoncture.

(2) « Notre objectif n'a jamais été de faire de la maîtrise de l'inflation une fin en soi, mais plutôt une condition d'une croissance de l'activité la plus élevée possible sur le moyen terme, but ultime de la politique macroéconomique ».

1.1. Maintenir basses les anticipations d'inflation

La Réserve fédérale a d'abord convaincu de sa volonté de garder basses l'inflation et, surtout, les anticipations d'inflation. Tirant les leçons du passé, elle a montré son refus de toute dérive dont elle risquerait de perdre le contrôle. Le gradualisme de la baisse des taux engagée en 1989, à un moment où un ralentissement conjoncturel se dessinait, doit se lire dans ce contexte. « *The process of easing monetary policy had to be closely controlled and generally gradual, because of the constraint imposed by the marketplace's acute sensitivity to inflation* »⁽³⁾ (Greenspan, 1993b, p. 849).

Soucieuse de stabiliser la conjoncture, la Réserve fédérale, a adopté, face à la récession de 1990, une approche de baisse des taux à « petits pas » pour tenir compte de sa crédibilité dégradée. Cette dégradation était en effet perçue comme étant la conséquence de la dérive inflationniste tolérée pendant les années soixante-dix. « *Before the 1970s, financial market participants and others apparently believed that although inflationary pressures might surface occasionally, the institutional structure of the US economy simply would not permit sustained inflation. But as inflation and consequently, long term interest rates, soared into the double digits at the end of the 1970's, investors became painfully aware that they had underestimated the economy's potential for inflation. As a result monetary policy in recent years has had to remain alert to the possibility that an ill timed easing could be undone by a flare-up of inflation expectations* »⁽⁴⁾ (Greenspan, 1997b).

La frappe préventive de 1994 a joué un rôle déterminant dans la crédibilité retrouvée de la Réserve fédérale. L'épisode, aujourd'hui un peu oublié, fit alors grand bruit. Alors même qu'aucune accélération du rythme de hausse des prix à la consommation n'était perceptible, la Réserve fédérale a fait, en quelques mois, monter les taux directeurs de 3 à 6 %, provoquant un ralentissement marqué de l'économie pendant les premiers mois de 1995. Les raisons de cette action avaient été clairement exposées quelques jours avant son début : « *... higher price inflation tends to surface rather late in the business cycle and, hence, is not a good leading indicator of emerging troubles. By the time inflationary pressures are evident, many imbalances that are costly to rectify have already developed and only harsh monetary*

(3) « La détente de la politique monétaire devait être très contrôlée et progressive, compte tenu de l'extrême sensibilité des marchés à l'inflation ».

(4) « Avant les années soixante-dix, les marchés financiers et les autres agents avaient apparemment la conviction que, si des poussées inflationnistes occasionnelles pouvaient se manifester, la structure de l'économie américaine excluait une inflation durable. Avec la montée, à la fin des années soixante-dix, de l'inflation et des taux à long terme vers des niveaux à deux chiffres, les investisseurs réalisèrent avec douleur qu'ils avaient sous-estimé le potentiel inflationniste de l'économie américaine. Pour cette raison, pendant les années récentes, la politique monétaire a dû prendre en compte la possibilité qu'une détente malvenue pouvait être contrecarrée par une explosion des anticipations d'inflation. ».

therapy can restore the financial stability necessary to sustain growth »⁽⁵⁾ (Greenspan, 1994a, p. 232).

Sa logique sera résumée quelques mois plus tard. « *Shifts in the stance of monetary policy influence the economy and inflation with a considerable lag, as long as a year or more. The challenge of monetary policy is to interpret current data on the economy and financial markets with an eye to anticipating future inflationary or contractionary forces and to countering them by taking action in advance. Indeed if we are successful in our current endeavors, there will not be an increase in overall inflation* »⁽⁶⁾ (Greenspan, 1994b, p. 715).

L'action fut, de ce point de vue, un succès et confirma la détermination de la Réserve fédérale à refuser toute hausse de l'inflation.

1.2. Maintenir l'économie le plus près possible de son potentiel

En même temps, la Banque centrale a montré sa volonté d'agir systématiquement pour que la croissance économique ne descende pas sous son potentiel. Au début des années quatre-vingt-dix, elle a baissé ses taux lentement certes, mais aussi bas que nécessaire pour contrebalancer les « vents contraires » qui empêchaient une reprise de la croissance : « *the major headwind in this respect has been the combined efforts of households businesses and financial institutions to repair and rebuild their balance sheets after the damage inflicted in recent years as weakening asset values exposed excessive debt burdens* »⁽⁷⁾ (Greenspan, 1993b, p. 849).

Quelques années plus tard lorsque, à l'été 1995, elle détend sa politique monétaire, elle prend acte du caractère devenu indûment restrictif du niveau des taux directeurs : « *the declines in actual and expected inflation meant that maintaining the existing nominal federal funds rate would raise real short term interest rates, implying a slight effective firming in the stance of monetary policy* »⁽⁸⁾ (Greenspan, 1996a, p. 315). Surtout, la deuxième partie des années quatre-vingt-dix, lui a permis de crédibiliser l'idée que son objectif était bien de permettre à l'économie de connaître la croissance

(5) «...l'inflation tend à s'accélérer en fin de cycle et n'est donc pas un bon indicateur avancé des problèmes à venir. Au moment où les pressions inflationnistes sont devenues évidentes, de nombreux déséquilibres coûteux à corriger se seront développés et une restriction monétaire sévère sera nécessaire pour rétablir la stabilité financière nécessaire à une croissance soutenue ».

(6) « Les changements de politique monétaire influencent l'économie avec de longs délais, de l'ordre d'une année ou plus. Le défi pour la politique monétaire est d'interpréter les données économiques et financières présentes de façon à anticiper les pressions inflationnistes ou récessives à venir, de manière à les contrer à l'avance. De fait, si notre action présente est couronnée de succès, il n'y aura globalement pas d'accélération de l'inflation ».

(7) « Les principaux vents contraires en l'occurrence tiennent aux efforts des ménages des entreprises et des institutions financières pour réparer et rééquilibrer leurs bilans dégradés ces dernières années, un affaissement de la valeur des actifs ayant révélé des passifs excessivement alourdis par les dettes ».

(8) « La baisse de l'inflation observée et anticipée signifiait qu'un maintien de taux directeurs actuels augmenterait les taux réels à court terme, impliquant un léger durcissement de la politique monétaire ».

non inflationniste la plus élevée possible : « *By themselves, neither rising wages nor swelling employment rolls pose a risk to sustained economic growth. Indeed, the Federal Reserve welcomes such developments and has attempted to gauge its policy in recent years to allow the economy to realize its full enhanced potential* »⁽⁹⁾ (Greenspan, 1999).

Constatant effectivement cette volonté de la Réserve fédérale de maintenir l'économie le plus près possible de son potentiel, les marchés obligataires ont, dès lors, appris à réagir aux signaux conjoncturels de manière pratiquement réflexe : ils révisent en hausse ou en baisse leur anticipations du niveau des taux directeurs en fonction des inflexions perçues du rythme de l'activité. Ces révisions expliquent, pour une bonne part, les évolutions des taux obligataires évoquées plus haut.

2. Accepter les incertitudes liées à la mise en œuvre de la politique monétaire

Si les principes qui guident la politique monétaire américaine sont désormais clairement compris par les marchés, leur mise en œuvre n'en est pas moins compliquée par les incertitudes, de toutes natures, à laquelle la Banque centrale doit faire face. Cette dernière, loin de masquer cette difficulté, l'a, en permanence, soulignée.

2.1. La définition des indicateurs conjoncturels suivis n'est jamais figée...

La pertinence des données traditionnellement utilisées pour régler la politique monétaire a fait l'objet d'une remise en question dès le début de la décennie. « *At least for the time being, M2 has been downgraded as a reliable indicator of financial conditions in the economy, and no single variable has yet been identified to take its place. In the mean time the process of probing a variety of data to ascertain underlying and financial conditions has become even more essential to formulating sound monetary policy* »⁽¹⁰⁾ (Greenspan, 1993b, p. 852). Cette approche, plus expérimentale, donne toutefois un caractère discrétionnaire au choix même des indicateurs qui vont guider la politique monétaire. « *When one examines many indicators, one can always find some that counsel against actions that later appear to have been necessary* »⁽¹¹⁾ (Greenspan, 1993b, p. 853).

(9) « Par eux-mêmes, ni des salaires en hausse, ni des emplois en forte augmentation ne sont un risque pour une croissance économique soutenue. Pour la Réserve fédérale, ces développements sont bienvenus et elle a tenté de régler sa politique pour permettre à l'économie de réaliser son plein potentiel d'expansion ».

(10) « Pour l'instant au moins, M2 n'est plus considéré comme étant un indicateur fiable des conditions financières de l'économie et aucune variable ne l'a remplacé. En attendant, l'examen d'un ensemble de données pour juger des conditions monétaires et financières n'en est devenu que plus essentiel pour décider d'une bonne politique monétaire ».

(11) « Lorsque l'on examine plusieurs indicateurs, on en trouvera toujours un pour plaider contre une action dont on découvrira plus tard qu'elle était nécessaire ».

Lorsqu'il s'est agi, en 1994-1995, de juger de l'état des tensions entre l'offre et la demande, l'observation des indicateurs agrégés – le taux de chômage, le taux d'utilisation des capacités – a été systématiquement complétée par une analyse de données plus fines. Ce souci d'étayer un constat macroéconomique par des indicateurs habituellement laissés dans l'ombre a sans doute été une des caractéristiques de la Réserve fédérale d'Alan Greenspan. Au milieu des années quatre-vingt-dix, ce dernier a ainsi popularisé l'indicateur de démissions volontaires, contenu dans le Rapport sur le chômage. Il l'a mis en avant pour expliquer la modération des hausses de rémunération dans un contexte de relative tension du marché du travail : « *Indeed, voluntary job leaving to seek other employment appears to be quite subdued, despite evidence of a tight labor market. Because workers are more worried about their own job security and their marketability if forced to change jobs, they are apparently accepting smaller increases in their compensation at any given level of labor market tightness* »⁽¹²⁾ (Greenspan, 1996b).

2.2. ...pas plus que celle du potentiel de croissance de l'économie

L'incertitude sur le potentiel de croissance de l'économie américaine est toutefois celle qui aura joué le rôle le plus important dans la conduite de la politique monétaire de la dernière décennie. Dès le début de la reprise, l'hypothèse d'un accroissement tendanciel du rythme des gains de productivité du travail, lié notamment à l'utilisation accrue de nouvelles technologies, est mise en avant pour expliquer la faiblesse des créations d'emplois : « *The corporate restructuring and downsizing that have been associated with the recent productivity gains have in part been a response to the profit squeeze that emerged during the 1990-1991 recession... But restructuring also seems to have reflected an effort to capitalize on new opportunities for greater efficiency. Although we cannot be sure how or why these new opportunities have arisen, I suspect they are the product of the accelerating advances in computer software and applications* »⁽¹³⁾ (Greenspan, 1993a, p. 194). Deux ans plus tard, la croissance ayant vivement repris après une brève pause en 1995, la question devient décisive. « *In light of the quickened pace of technological change, the question arises whether the US economy can expand more rapidly on an ongoing basis than the 2 to 2,2% range for measured GDP forecasted for 1996* »⁽¹⁴⁾ (Greenspan, 1996a, p. 318). On connaît la suite : pendant cinq ans la croissance ne descendra pas sous les 4 %.

(12) « De fait, ceux qui démissionnent pour chercher un autre emploi sont relativement peu nombreux, malgré les signes de tension sur le marché du travail. Les salariés moins assurés de la sécurité de leur emploi et de leur capacité à trouver du travail si ils y étaient forcés, semblent, se contenter, pour un degré de tension du marché du travail donné, de moindres hausses de rémunération ».

(13) « La restructuration des sociétés et la contraction de leurs effectifs associée aux récents gains de productivité ont été, pour une part, une réponse à la compression des profits liée à la récession de 1990-1991... Mais cette restructuration semble aussi refléter un effort pour tirer parti des nouvelles possibilités d'atteindre une plus grande efficacité. Même si l'on ne peut dire avec certitude pourquoi ni comment ces possibilités sont apparues, je pense qu'elles sont le résultat du progrès accéléré des techniques informatiques ».

(14) « À la lumière de l'accélération des changements technologiques, la question se pose de savoir si l'économie américaine peut croître durablement plus vite que les 2-2,25 % prévus pour 1996 ».

Année après année, la Réserve fédérale, constatant une croissance plus rapide de la productivité, va alors s'interroger : « *We do not know, nor do I suspect can anyone know, whether current developments are part of a once or twice in a century phenomenon that will carry productivity trends nationally and globally to a new higher track, or whether we are merely observing some unusual variations within the context of an otherwise generally conventional business cycle expansion* »⁽¹⁵⁾ (Greenspan, 1997b). Peu à peu, la possibilité que les gains de productivité observés soient, pour une part significative, structurels, est envisagée : « *Gains in productivity usually vary with the strength of the economy and the favorable results that we have observed during the past two years or so, when the economy has been growing more rapidly, almost certainly overstate the degree of structural improvement. But evidence continues to mount that the trend of productivity has accelerated* »⁽¹⁶⁾ (Greenspan, 1998). Et, finalement, A. Greenspan va suggérer que, la productivité globale des facteurs a bel et bien progressé et explique, pour une part non négligeable, les gains de productivité apparente du travail observés : « *A good deal of the acceleration in output per hour, has reflected the sizable increase in the stock of labor saving equipment. But that is not the whole story. Output has grown beyond what would normally have been expected from additional inputs of labor and capital alone* »⁽¹⁷⁾ (Greenspan, 1999).

Face à ces incertitudes sur les caractéristiques de l'économie dont elle a pour mission de régler l'activité, la Réserve fédérale affiche toutefois une stratégie de prudence. Elle tient ainsi à souligner ne pas chercher à découvrir par l'expérience quel est le maximum de la croissance soutenable : « *The Federal reserve is intent on gearing its policy to facilitate the maximum sustainable growth of the economy, but it is not as some commentators have suggested, involved in an experiment that deliberately prods the economy to see how far and fast it can grow. The costs of a failed experiment would be much too burdensome for too many of our citizens* »⁽¹⁸⁾ (Greenspan, 1997b).

Surtout, elle a fait évoluer sa pratique pour l'adapter mieux aux incertitudes auxquelles elle a conscience d'être confrontée.

(15) « Nous ne savons pas, et je pense que personne ne peut savoir, si les évolutions actuelles sont de celles auxquelles on assiste une ou deux fois par siècle et qui mettront la tendance de progrès de la productivité dans notre pays et dans le monde sur une trajectoire plus élevée ou si nous ne faisons qu'assister à des déviations inhabituelles dans le déroulement d'un cycle par ailleurs traditionnel ».

(16) « Les gains de productivité varient généralement avec la vigueur de l'économie et les résultats favorables observés ces deux dernières années, lorsque l'économie a crû plus rapidement, exagèrent certainement l'ampleur des améliorations structurelles. Mais il y a de plus en plus d'indices confirmant que la tendance des gains de productivité s'est accélérée ».

(17) « Une grande partie de la hausse de la productivité horaire reflète l'accroissement substantiel du stock de capital permettant d'économiser du travail. Mais les choses ne s'arrêtent pas là. La production s'est accrue plus que le surcroît de travail et de capital utilisé ne le laisserait attendre ».

(18) « La Réserve fédérale cherche à régler sa politique pour permettre à l'économie de soutenir sur le moyen terme la croissance la plus élevée possible, mais elle n'est pas comme certains l'ont suggéré, en train de pousser délibérément l'activité pour voir jusqu'où et à quelle vitesse elle peut croître. Le coût d'une expérience ratée serait bien trop élevé pour trop de nos citoyens ».

3. Un mode de conduite prenant en compte les risques...

Pendant, la deuxième partie des années quatre-vingt-dix, la Réserve fédérale va rendre de plus en plus explicite le fait qu'elle conduit sa politique en privilégiant une prévision certes mais, en prenant aussi en compte les risques de voir l'économie s'en écarter. Elle va faire référence à la « balance des risques » qu'elle perçoit. Elle tente ainsi de réconcilier la nécessité d'une politique préventive, avec l'incertitude sur l'acuité, voire même la réalité, des tensions auxquelles cette politique doit faire face. « *The evidence clearly demonstrates that monetary policy affects the financial markets immediately but works with significant lags on output, employment, and prices. Thus, as I pointed out earlier, policy needs to be made today on the basis of likely economic conditions in the future. As a consequence, and in the absence of once-reliable monetary guides to policy, there is no alternative to formulating policy but using risk-reward tradeoffs based on what are, unavoidably, uncertain forecasts. Operating on uncertain forecasts, of course, is not unusual. People do it every day, consciously or subconsciously. A driver might tap the brakes to make sure not to be hit by a truck coming down the street, even if he thinks the chances of such an event are relatively low; the costs of being wrong are simply too high. Similarly, in conducting monetary policy the Federal Reserve needs constantly to look down the road to gauge the future risks to the economy and act accordingly* »⁽¹⁹⁾ (Greenspan, 1997b). Ainsi, début 1997, l'expansion ayant repris à un rythme soutenu – mais toujours sans manifestation d'inflation – une frappe préventive est à nouveau envisagée. « *If the FOMC were to implement such an action, it would be judging that the risks to the economic expansion of waiting longer had increased unduly and had begun to outweigh the advantages of waiting for uncertainties to be reduced by the accumulation of more information on economic trends* »⁽²⁰⁾ (Greenspan, 1997a).

La crise asiatique venant freiner brutalement la croissance américaine, la hausse alors envisagée – et anticipée par les marchés – n'aura finalement pas lieu.

(19) « L'expérience montre clairement que la politique monétaire affecte instantanément les marchés mais n'agit qu'avec des retards importants sur la production, l'emploi et les prix. Aussi, comme je l'ai souligné précédemment, la politique doit-elle être décidée aujourd'hui sur la base des conditions économiques qu'il faut attendre à l'avenir. En conséquence, et en l'absence d'indicateurs monétaires qui hier guidaient de manière fiable la politique, il n'y a pas d'autre choix que de formuler cette dernière en se fondant sur des prévisions forcément incertaines pour procéder à des arbitrages entre résultats espérés et risques encourus. Les gens le font tous les jours consciemment ou inconsciemment. Un conducteur appuiera sur le frein pour éviter un camion arrivant dans l'autre sens, même si la probabilité de le heurter est relativement faible. Le coût de l'erreur est ici tout simplement trop élevé. De la même manière, en fixant la politique monétaire, la Réserve fédérale doit en permanence regarder la route au loin pour juger des risques futurs et décider en conséquence ».

(20) « Si le FOMC devait mettre en œuvre une telle action, ce serait parce qu'à ses yeux les risques, pour la poursuite de l'expansion, d'attendre plus longtemps auraient trop augmenté et l'emporteraient sur l'avantage à attendre que le supplément d'informations à venir ait réduit l'incertitude sur l'évolution économique ».

Ce mode de conduite de la politique monétaire donne au comportement des marchés obligataires un rôle important. Pour un niveau donné des taux directeurs, le sens et l'ampleur de leurs anticipations sur les mouvements à venir peuvent avoir un effet significatif sur la demande. Pour que le jeu de ces anticipations l'aide dans son action, la Réserve fédérale a fait, on l'a vu, un effort important pour rendre clair le principe de sa politique. Pendant, toute la dernière décennie, elle n'a cessé, en outre, d'affiner la publicité donnée aux décisions et analyses du FOMC. Au début de la frappe préventive engagée en 1994, elle a informé que la décision prise quant au niveau même des taux directeurs serait explicitement communiquée (jusqu'à le marché la découvrir les jours suivants) à l'issue du FOMC. Puis elle a décidé d'annoncer également le biais retenu pour la période allant jusqu'au Conseil suivant.

Finalement, depuis janvier 2000, elle communique et commente systématiquement sa perception de la « balance des risques » à un horizon de plusieurs mois. « *A statement... will categorize risks to the outlook as either weighted mainly towards conditions that may generate heightened inflation pressures, weighted towards conditions that may generate economic weakness, or balanced with respect to the goals of maximum employment and stable prices over the foreseeable future* »⁽²¹⁾ (Réserve fédérale américaine, 2000).

Les taux des marchés vont ainsi réagir plus rapidement et refléter leur interprétation des statistiques publiées en fonction des risques annoncés. Le délai entre le moment où un risque est perçu par la Réserve fédérale et celui où l'activité est influencée s'en trouve raccourci. Les marchés « assistent » ainsi de plus en plus la Réserve fédérale dans son action. Ceci peut permettre à la Banque centrale d'agir un peu moins ou un peu plus tard. Début 2000, par exemple, les taux directeurs de la Réserve fédérale n'avaient augmenté que de 75 points de base par rapport à début 1999. Les taux à deux ans avaient augmenté eux de 200 points de base et ceux à trente ans de 100 points. La Réserve fédérale a pris en compte ces mouvements et réglé son action en conséquence : « *The appreciable increases in both nominal and real intermediate and long term interest rates over the last two years should act as a needed restraining influence in the period ahead... However, the FOMC will have to stay alert for signs interest rates have not risen enough to bring the growth of demand in line with that of potential supply* »⁽²²⁾ (Greenspan, 2000).

(21) « Une déclaration... dira si, pour le futur prévisible, les risques qui affectent les perspectives pèsent plutôt dans le sens d'une aggravation des pressions inflationnistes, d'un affaiblissement de l'activité, ou sont équilibrés par rapport aux objectifs de plein emploi et de stabilité des prix ».

(22) « La forte hausse des taux à moyen et long terme, tant nominaux que réels, de ces deux dernières années, devrait exercer l'influence restrictive nécessaire sur la période à venir... Néanmoins, le FOMC devra veiller à ce que les taux aient bien monté suffisamment pour rétablir l'équilibre entre la croissance de la demande et celle de l'offre potentielle ».

4. ...qui n'est toutefois pas à l'abri des erreurs de jugement

La Réserve fédérale a conscience des limites de sa politique. Son approche n'élimine pas les risques, mais tente seulement d'y faire face le plus raisonnablement possible. En outre, sa prise sur l'équilibre du marché des actions est restée beaucoup plus incertaine que pour celui des biens et services ou du marché obligataire. « *Suppressing inflationary instabilities requires not only containing prevalent price pressures, but also diffusing unsustainable asset prices perturbations before they become systemic* »⁽²³⁾ (Greenspan, 1995, p. 348). Or ces marchés d'actifs sont régulièrement sources de perturbations : « *The dynamics of expanding output and rising profit expectations often create a degree of exuberance which, as in much of human nature, tends on occasion to excess – in this case in the form of temporary over accumulation of assets* »⁽²⁴⁾ (Greenspan, 1996a, p. 316).

Les risques impliqués par une euphorie non maîtrisée ont rapidement été vus par la Réserve fédérale. En 1997, au moment où l'avènement d'un « nouvel âge », marqué par une croissance soutenue, continue et non inflationniste, semblait confirmé par les performances effectivement observées, A. Greenspan notait avec une grande lucidité : « *Participants in financial markets seem to believe that in the current benign environment the FOMC will succeed indefinitely. There is no evidence, however, that the business cycle has been repealed. Another recession will doubtless occur some day owing to circumstances that could not be, or at least were not, perceived by policymakers and financial market participants alike. History demonstrates that participants in financial markets are susceptible to waves of optimism, which can in turn foster a general process of asset-price inflation that can feed through into markets for goods and services. Excessive optimism sows the seeds of its own reversal in the form of imbalances that tend to grow over time. When unwarranted expectations ultimately are not realized, the unwinding of these financial excesses can act to amplify a downturn in economic activity, much as they can amplify the upswing. As you know, last December I put the question this way: "...how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions...?"* »⁽²⁵⁾ (Greenspan, 1997a).

(23) « Supprimer l'instabilité de l'inflation suppose non seulement de maîtriser les pressions à la hausse des prix courants mais aussi d'enrayer les perturbations insoutenables des prix d'actifs avant qu'elles n'aient des conséquences systémiques ».

(24) « La dynamique d'une production en expansion et d'anticipations de profits en hausse crée souvent une exubérance qui, comme la nature humaine y conduit souvent, tend parfois à l'excès – en l'occurrence à une accumulation transitoirement excessive d'actifs ».

(25) « Dans l'actuel environnement d'inflation faible, les intervenants de marchés semblent considérer que les efforts du FOMC seront indéfiniment couronnés de succès. Rien pourtant ne prouve que le cycle des affaires ait été aboli. Une autre récession surviendra sans aucun doute un jour pour des raisons imprévisibles ou en tous cas imprévues tant par les autorités publiques que par les marchés financiers. L'histoire enseigne que les intervenants de mar-

Il est remarquable de constater toutefois qu'au fil des trimestres, cette réserve initiale allait s'estomper.

Début 1997, la prudence dont il fallait faire preuve à l'égard des valorisations boursières observées est encore soulignée et l'attention est attirée sur l'optimisme des prévisions de profits de long terme qui semblent les justifier : « *Caution seems especially warranted with regard to the sharp rise in equity prices during the past two years. These gains have obviously raised questions of sustainability. Analytically, current stock-price valuations at prevailing long-term interest rates could be justified by very strong earnings growth expectations. In fact, the long-term earnings projections of financial analysts have been marked up noticeably over the last year and seem to imply very high earnings growth and continued rising profit margins, at a time when such margins are already up appreciably from their depressed levels of five years ago. It could be argued that, although margins are the highest in a generation, they are still below those that prevailed in the 1960s. Nonetheless, further increases in these margins would evidently require continued restraint on costs: labor compensation continuing to grow at its current pace and productivity growth picking up. Neither, of course, can be ruled out. But we should keep in mind that, at these relatively low long-term interest rates, small changes in long-term earnings expectations could have outsized impacts on equity prices* »⁽²⁶⁾ (Greenspan, 1997a).

Quelques trimestres plus tard, cette vigilance va disparaître. Après avoir été considérées avec circonspection, ces prévisions des analystes boursiers – pourtant continûment révisées en hausse – vont même être données comme preuve du caractère structurel des gains de productivité de l'économie américaine. « *The business and financial community does not as yet appear to sense a pending flattening in this process of increasing productivity growth.*

chés sont capables de vagues d'optimisme pouvant nourrir une inflation générale du prix des actifs qui peut se diffuser à ceux des biens et services. Un optimisme excessif crée lui-même les conditions de son inversion par le biais de déséquilibres qui tendent à s'aggraver avec le temps. Lorsque les anticipations infondées ne sont finalement pas réalisées, le dénouement de ces excès financiers peut avoir pour effet de rendre le retournement de l'activité plus marqué, comme elles peuvent en amplifier les rebonds. Comme vous le savez, en décembre dernier, j'ai posé la question en ces termes : « comment pouvons-nous savoir à partir de quel moment une exubérance irrationnelle a fait monter de manière injustifiée le prix des actifs qui dès lors deviennent vulnérables à des contractions inattendues et prolongées... ? ».

(26) « La prudence semble particulièrement justifiée à l'égard des fortes hausses de la Bourse des deux dernières années. Elles posent à l'évidence un problème de soutenabilité. Sur le plan de l'analyse les cours actuels pourraient, compte tenu du niveau des taux d'intérêt à long terme, se justifier par des anticipations de très fortes croissances des profits. En fait les prévisions de profits à long terme des analystes se sont sensiblement élevées au cours de ces dernières années et semblent impliquer une forte croissance des profits et une élévation continue des marges, alors mêmes que ces dernières se sont déjà fortement redressées par rapport aux niveaux déprimés d'il y a cinq ans. On pourrait dire que ces marges, même si elles sont sur leur niveau le plus élevé pour une génération, n'ont toujours pas atteint celui des années soixante. Il n'empêche que pour qu'elles continuent encore de progresser, une maîtrise continue des coûts est nécessaire : une rémunération du travail continuant de progresser à ses rythmes actuels et une élévation du rythme de croissance de la productivité. On ne peut l'exclure. Mais il faut garder à l'esprit qu'à ces bas niveaux de taux à long terme un petit changement dans les anticipations de profits peut avoir un impact massif sur les prix des actions ».

This is certainly the widespread impression imparted by corporate executives. And it is further evidenced by the earnings forecasts of more than a thousand securities analysts who regularly follow S&P 500 companies on a firm-by-firm basis, which presumably embody what corporate executives are telling them. While the level of these estimates is no doubt upwardly biased, unless these biases have significantly changed over time, the revisions of these estimates should be suggestive of changes in underlying economic forces. ...Hence, implicit in upward revisions of their forecasts, when consolidated, is higher expected national productivity growth »⁽²⁷⁾ (Greenspan, 1999).

Certes, A. Greenspan évoque aussi la possibilité d'un emballement conjoncturel, lié à la hausse du prix des actifs et n'exclut nullement la possibilité d'une embardée boursière. Il n'en accrédite pas moins, en y faisant référence de façon cette fois positive, la plausibilité des prévisions à long terme des analystes. Il note, par ailleurs, avec une certaine philosophie, que si une correction devait suivre, les objectifs de la Réserve fédérale seraient clairs : « *it is the job of economic policy makers to mitigate the fallout when it occurs and, hopefully, ease the transition to the next expansion* »⁽²⁸⁾ (Greenspan, 1999).

En 1999, la Réserve fédérale a pris le risque de ne pas être préventive. A. Greenspan en donne d'ailleurs une explication «... *when productivity is accelerating, it is very difficult to gauge when an economy is in the process of overheating* »⁽²⁹⁾ (Greenspan, 1999).

À l'été, la Réserve fédérale a seulement augmenté d'un quart de point ses taux directeurs par rapport au plus bas atteint en octobre 1998. Dans les mois qui vont suivre la croissance de la demande ne va cesser d'accélérer. Raisonner en termes de balance de risques ne met pas à l'abri des erreurs de jugement. En l'occurrence, la Réserve fédérale aura, après plusieurs années de croissance soutenue et non inflationniste, cédé à la complaisance contre laquelle elle n'a cessé pourtant de mettre en garde. À sa décharge, notons seulement qu'une politique plus vigoureuse était particulièrement délicate à mener en 1999 : la mémoire encore vive de la crise financière de septembre 1998 en début d'année, l'approche de l'an 2000 ensuite, rendaient toute hausse marquée des taux hasardeuse.

(27) « Le monde des affaires et des marchés ne semble pas percevoir un affaïssement imminent du rythme actuel des gains de productivité. C'est certainement l'impression que donnent les chefs d'entreprises. Et c'est aussi ce que montrant les prévisions de profits faites par plus d'un millier d'analystes boursiers qui suivent régulièrement chacune des entreprises du SP500, et qui reprennent sans doute ce que leurs disent les responsables de ces entreprises. Le niveau de ces prévisions a toujours été affecté par un biais vers le haut, mais, à moins que ce biais ne se soit aggravé, leur dérive à la hausse suggère un changement dans les forces sous-jacentes...Implicitement, derrière ces révisions de profits, il y a donc l'anticipation d'une croissance plus élevée de la productivité nationale ».

(28) « Le travail des autorités consiste précisément alors à limiter les dégâts quand ils surviennent et à faciliter la transition vers la prochaine reprise de la croissance ».

(29) « ...lorsque la productivité accélère, il est très difficile de dire quand l'économie est en surchauffe ».

À la fin des années quatre-vingt-dix, la Réserve fédérale a perdu le contrôle de la conjoncture américaine : elle n'a pu empêcher la formation d'une bulle boursière, en partie parce qu'elle en a sans doute sous-estimé l'ampleur. Cette erreur de jugement ne doit toutefois pas faire oublier la manière dont la Réserve fédérale a appris à communiquer avec les marchés obligataires : ceux-ci semblent désormais fonctionner comme des stabilisateurs automatiques de la conjoncture.

La Banque centrale européenne peut bien sûr s'inspirer de l'expérience de la Réserve fédérale en matière de communication avec les marchés. Il faut rappeler toutefois que, en l'absence d'un grand marché obligataire européen en prise directe sur celui du crédit, le levier des taux restera moins important en Europe qu'aux États-Unis.

Références bibliographiques

- Greenspan A. (1993a) : Statement to Congress, January 27-28, 1993 (Economic Outlook for 1993), Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System, mars.
- Greenspan A. (1993b) : Statement to Congress July 20 and 22, 1993 (Semi-annual Monetary Policy Report), Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System, septembre.
- Greenspan A. (1994a) : Statement to Congress, January 31, 1994 (Economic Conditions), Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System, mars.
- Greenspan A. (1994b) : Statement to Congress, June 22, 1994 (Recent Monetary Policy Actions Related to Inflation) Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System, août.
- Greenspan A. (1995) : Statement to Congress, February 22-23, 1995 (Federal Reserve's Conduct of Monetary Policy), Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System, avril.
- Greenspan A. (1996a) : Statement to Congress, February 20-21, 1996 (Conduct of Monetary Policy), Federal Reserve Bulletin, Board of Governors of the Federal Reserve System, avril.
- Greenspan A. (1996b) : Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Federal Reserve's Semi-annual Monetary Policy Report, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 18 juillet.
- Greenspan A. (1997a) : Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Federal Reserve's Semi-annual Monetary Policy Report, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 26 février.

- Greenspan A. (1997b) : Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Federal Reserve's Semi-annual Monetary Policy Report, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 22 juillet.
- Greenspan A. (1998) : Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Federal Reserve's Semi-annual Monetary Policy Report, Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, US Senate, 21 juillet.
- Greenspan A. (1999) : Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Federal Reserve's Semi-annual Report on Monetary Policy, Before the Committee on Banking and Financial Services, US House of Representatives, 22 juillet.
- Greenspan A. (2000) : Testimony of Chairman Alan Greenspan, The Federal Reserve's Semi-annual Report on the Economy and Monetary Policy, Before the Committee on Banking and Financial Services, US House of Representatives, 17 février.
- Mankiw N.G. (2001) : « US Monetary Policy During the 1990s », *NBER Working Paper*, n° W8471, septembre, p. 50.
- Meyer L.H. (2002) : *Rules and Discretion. Remarks by Governor Meyer*, Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, 16 janvier, p. 3.
- Réserve fédérale américaine (2000) : Monetary Policy Report Submitted to the Congress on February 17.

Résumé

Patrick Artus et Charles Wyplosz présentent deux analyses complémentaires du comportement de la Banque centrale européenne (BCE) depuis sa mise en place au début de l'année 1999, dont ils tirent ensuite, ensemble, des conclusions convergentes.

Charles Wyplosz commence par dresser un bilan de la littérature théorique et empirique consacrée à la conduite de la politique monétaire. Un ensemble de prescriptions s'en dégage. L'objectif d'inflation doit être prioritaire, à long terme, même si l'objectif de stabilisation de l'activité à court terme ne peut être et n'est en pratique ignoré par aucune banque centrale. L'indépendance de la Banque centrale est la meilleure solution pour garantir le respect de cet objectif. La transmission de la politique monétaire à l'économie passe de plus en plus par le biais des anticipations des agents. C'est pourquoi il est recommandé aux banques centrales de se fixer une cible d'inflation explicite et de se doter d'une politique de communication claire vis-à-vis de l'ensemble des agents économiques.

Il examine ensuite, à la lumière de ces enseignements, le bilan de la Banque centrale européenne. De par ses statuts, la BCE dispose d'une indépendance très grande, en conformité avec les enseignements de la littérature, mais avec un degré de responsabilité démocratique insuffisant.

Charles Wyplosz considère en revanche que la stratégie monétaire de la BCE n'est pas satisfaisante. Pour juger des perspectives inflationnistes et adapter sa politique au cas où ces perspectives seraient incompatibles avec le respect de l'objectif, la BCE dit en effet s'appuyer sur deux « piliers », un premier pilier correspondant à l'évolution de l'agrégat monétaire M3, et un second pilier consistant en 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. Il ne s'agit pas là d'une stratégie de ciblage de l'inflation qui suppose de faire une prévision explicite d'inflation à un horizon précis et d'exposer les actions que la banque centrale compte mener au cas où cette prévision serait en contradiction avec le respect de l'objectif. En outre, le premier pilier a perdu sa pertinence empirique et la nécessité de gérer les contradictions éventuelles qui ressortent de l'évolution des deux piliers complique fortement la communication de la BCE. Celle-ci n'a pas su, par exemple, faire part clairement de sa position concernant

l'évolution de l'euro, le mini-choc pétrolier de 1999 ou les conséquences monétaires des attentats du 11 septembre.

Charles Wyplosz préconise donc que la BCE adopte une stratégie plus simple et mieux structurée basée sur : un objectif, la stabilité des prix ; des décisions qui s'appuient uniquement sur des indicateurs bons prédicteurs de l'inflation future ; et, comme aujourd'hui, un instrument qui soit le taux d'intérêt à court terme. Il préconise également le passage de l'actuel plafond d'inflation de 2 % à une cible d'inflation prenant la forme d'une fourchette de l'ordre de 1 à 4 %, ainsi qu'une politique de communication plus transparente.

Charles Wyplosz se penche ensuite sur le processus de décision de la BCE, qui repose aujourd'hui sur un Conseil de 18 membres, les 6 membres du Directoire et les 12 banquiers centraux des pays membres de la zone euro. Il considère qu'avec l'élargissement prévisible de la zone euro à de nombreux autres membres de l'Union, ce Conseil, déjà plus large qu'il n'est d'usage, ne pourra pas fonctionner efficacement. L'examen des solutions envisageables l'incite à privilégier, sur un plan strictement économique, celle consistant à déléguer au seul Directoire la conduite de la politique monétaire. Compte tenu de la fragilité juridique de cette solution, il considère que la meilleure solution de second rang serait la rotation des banquiers centraux nationaux au sein d'un Conseil des gouverneurs de taille réduite.

Enfin, sur la question de la coordination des politiques macroéconomiques en Europe, il considère qu'une coopération accrue, aussi bien entre autorités budgétaires et monétaires qu'entre autorités budgétaires nationales, n'est pas aujourd'hui nécessaire.

Patrick Artus dresse tout d'abord un bilan du fonctionnement de la BCE depuis le lancement de l'euro au début de l'année 1999. Il souligne au préalable une difficulté particulière à laquelle est confrontée la BCE : les canaux de transmission de sa politique monétaire sont à la fois plus incertains que pour les autres grandes banques centrales, et, vraisemblablement, plus faibles. Il montre ensuite que la BCE a, contrairement à une idée reçue, mené une politique monétaire autant soucieuse de la stabilisation conjoncturelle et aussi réactive que les autres grandes banques centrales. Enfin, il considère que le dépassement par la BCE de sa cible d'inflation à partir de la mi-2000 ne peut être mis à son débit, car il résultait de facteurs exceptionnels qu'elle n'avait alors guère les moyens de contrecarrer.

Patrick Artus examine aussi l'objectif d'inflation de la BCE. Il met en garde contre les risques de déflation que ferait prendre à la zone euro une cible d'inflation trop basse. En outre, les indices de prix sont affectés de biais de mesure qui tendent à surestimer l'inflation réelle et les différentiels de croissance de la productivité entre pays de la zone euro font que certains pays (Allemagne notamment) ont structurellement une inflation faible que la moyenne de la zone euro. L'élimination du risque de déflation dans ces

pays suppose donc le maintien d'une inflation positive en moyenne dans la zone euro. Par ailleurs, la prise en compte des chocs d'offre, tels que les chocs pétroliers, qui affectent dans des directions opposées inflation et activité, le conduit à recommander une fourchette d'inflation plus large que celle actuellement retenue par la BCE (inflation comprise implicitement entre 1 et 2 %). Il préconise également que la BCE prenne en compte dans ses décisions l'évolution du prix des actifs (immobilier, bourses), pour se prémunir de l'effet potentiellement dévastateur que les bulles qui affectent périodiquement les marchés financiers ont sur l'économie.

Patrick Artus examine enfin la perception de la BCE par les marchés. Il montre que les décisions de la BCE ont, contrairement à l'opinion de nombreux analystes, été relativement bien anticipées par les marchés, mieux en tout cas que celles de la Fédéral Réserve Américaine (Fed). Il montre en revanche que la crédibilité de la BCE auprès des marchés financiers est encore assez faible, plus faible que celle qu'avait su acquérir la Bundesbank, mais pas moins faible, de manière assez surprenante, que celle de la Fed.

De cette double analyse, Charles Wyplosz et Patrick Artus tirent cinq conclusions principales :

- la fixation par la BCE des taux d'intérêt de court terme a été dans l'ensemble satisfaisante ;
- la cible d'inflation qu'elle s'est donnée et qui doit guider ses décisions est à la fois trop basse et trop étroite ; plutôt que la fourchette actuelle de 1 à 2 %, c'est une fourchette de l'ordre de 1 à 4 % qu'elle devrait retenir ;
- la BCE doit abandonner la référence au premier pilier, pour passer à un ciblage explicite, mais souple, de l'inflation ;
- la BCE devrait porter une attention plus grande à l'évolution du prix des actifs ;
- la composition de l'organe décisionnel doit être aménagée et le nombre de ses membres restreint : la solution économiquement la plus satisfaisante consiste à déléguer au seul Directoire la responsabilité de conduire la politique monétaire ; mais, si les obstacles juridiques à une telle solution s'avéraient trop importants, la délégation à un organe restreint, comprenant le Directoire et un nombre limité de gouverneurs des banques centrales siégeant à tour de rôle, devrait être retenue.

Dans son commentaire, Michel Aglietta note la difficulté à réconcilier le jugement somme toute favorable porté par les auteurs sur le bilan de la BCE et les déficiences relevées dans son processus de décision et sa communication. Il signale de plus que sur un point ignoré par les auteurs, la performance de la politique monétaire n'est pas satisfaisante : il s'agit de l'absence d'autonomie de la conjoncture européenne à l'égard des fluctuations de l'économie américaine. Plus que l'incertitude sur les canaux de transmission de la politique monétaire à l'économie de la zone euro, c'est la différence entre ceux-ci et ceux des États-Unis qui lui paraît importante : l'impact sur l'économie des taux d'intérêt passe plus par les ménages outre-

atlantique et par les entreprises dans la zone euro. Enfin, il marque son opposition à la solution de la rotation pure des gouverneurs centraux nationaux, proposée par Charles Wyplosz : à l'instar de la Fed, où le président de la Fed de New York siège en permanence au Comité d'Open Market, il lui paraît fondamental que les gouverneurs des pays les plus en prise avec les marchés financiers aient un siège permanent au conseil de la BCE.

Dans son commentaire, Daniel Gros fait part de son accord avec l'essentiel des analyses et propositions faites par Patrick Artus et Charles Wyplosz. Il regrette toutefois le manque d'analyse de l'évolution du taux de change de l'euro qui est à la fois un déterminant important des décisions d'une banque centrale et un des canaux de transmission de ces décisions. Il considère que la coordination des politiques budgétaires nationales entre elles et avec politique monétaire de la BCE est non seulement inutile, comme l'affirme Charles Wyplosz, mais encore non désirable. Enfin, il considère qu'au-delà de la nécessaire modification de la composition du comité en charge de la politique monétaire, le processus de nomination des gouverneurs des banques centrales nationales doit lui-même être revu.

Deux compléments sont joints au rapport.

Le premier, de Jean-Victor Louis, examine sous l'angle juridique les diverses propositions existantes de réforme du Conseil des gouverneurs de la BCE ; il montre que le Traité de Nice ne représente en définitive qu'un assouplissement modeste des procédures de révision des statuts de la BCE, il exprime les réserves qu'on peut avoir du point de vue juridique tant à l'égard de la constitution de circonscriptions qu'à la délégation au Directoire du pouvoir de conduire la politique monétaire et conclut que la seule solution juridiquement solide est celle de la rotation.

Le second, d'Anton Brender, est consacré à l'analyse de la communication de la Federal Reserve américaine ; il met en évidence la volonté de la Fed de rendre clairs les principes qui guident sa politique monétaire et l'attention accordée aux incertitudes auxquelles est confrontée une banque centrale ; il montre que l'absence de règle et de cible d'inflation explicites rend la Fed vulnérable aux erreurs de jugement.

Summary

The European Central Bank

Patrick Artus and Charles Wyplosz present two complementary analyses of the European Central Bank's (ECB) performance since its inception at the beginning of 1999 and draw together converging conclusions from these analyses.

Charles Wyplosz begins with an overview of the theoretical and empirical literature dealing with the conduct of monetary policy, from which he draws a series of recommendations. Inflation must take first priority in the long-term, although, in practice, no central bank can afford to neglect short-term economic stability. An independent Central Bank is the best way of guaranteeing a stable inflation. Increasingly, monetary policy influences the economy via the expectations of economic agents. This is why central banks should set specific inflation targets and develop ways of communicating effectively with all economic agents.

Charles Wyplosz then assesses the performance of the European Central Bank in the light of these conclusions. The ECB's statutes provide it with an enormous degree of independence as the literature recommends, but without sufficient democratic accountability.

However, Charles Wyplosz does not believe the ECB's monetary strategy is satisfactory. The ECB states that it relies on two 'pillars' to gauge the inflationary outlook and adjust its policy if the outlook is incompatible with the inflation target. The first pillar corresponds to the M3 monetary aggregate and the second consists in a broad range of indicators of inflation prospects and threats to price stability throughout the eurozone. This strategy is not based on inflation targeting, which involves an explicit inflation forecast for a specific horizon and sets out what the Bank intends to do if the forecast is incompatible with the target. Moreover, the first pillar has lost its empirical relevance and the fact that the Bank must manage potential contradictions between the two pillars makes the task of communicating its strategy much more difficult. In the past, for example, the Bank has failed to convey clearly its position on the euro, the mini oil shock in 1999 and the monetary consequences of the September 11th attacks.

Charles Wyplosz advocates that the ECB adopts a simpler, better structured strategy based on a single target of price stability; decision-making based solely on sound indicators of future inflation; and the continued use

of short-term interest rates as a policy instrument. He also recommends that the ECB should replace the current 2% inflation ceiling with a target range of 1 to 4%, and that it adopts a more transparent communication policy.

Charles Wyplosz then turns to the ECB's decision-making process, which is currently based on an 18-member Council, six-member Executive Board and the 12 central bankers of euro-zone member countries. He believes that if the eurozone is extended as expected to a number of other EU countries, the Council, which is already bigger than is customary, will not be able to function effectively. After considering various solutions, Wyplosz concludes that on a purely economic level the best option would be to delegate the conduct of monetary policy to the Executive Board alone. Given that this option lacks any sound, legal basis, the next best solution would be for the central bankers of each country to sit on a smaller Council on a rotating basis.

Finally, concerning the coordination of European macroeconomic policies, Wyplosz believes that there is currently no need for greater cooperation between either European the fiscal and monetary authorities or the national fiscal authorities.

Patrick Artus begins with an overview of ECB performance since the introduction of the euro at the beginning of 1999. He emphasises first the particular difficulty facing the ECB: monetary transmission channels in the eurozone are both more uncertain, and, it would appear, weaker than for other major central banks. He then shows that, contrary to common belief, the ECB's monetary policy has been just as concerned with stabilising the economy and as responsive as other major central banks. Finally, he believes that the ECB should not be criticised for the fact that inflation rose above its target from mid-2000 onwards, as this was the result of exceptional factors beyond the Bank's control.

Patrick Artus also examines the ECB inflation target. He warns against setting the target too low and exposing the eurozone to deflationary risks. Moreover, the price indices are biased in a way that tends to overestimate real inflation and because of productivity growth differentials between euro-zone countries, inflation in some countries (notably Germany) is structurally weaker than the euro-zone average. Therefore, in order to eliminate the risk of deflation in these countries, positive average inflation must be maintained in the eurozone. Moreover, because of supply shocks, such as oil, which have an opposite effect on inflation and activity, Artus recommends a broader inflation range than the current target (inflation within an implied bracket of 1 to 2%). He also recommends that the ECB take asset prices (property, stock markets) into consideration in its decision-making, so that it can arm itself against the potentially devastating effect of periodic financial bubbles.

Patrick Artus concludes by examining the markets' perception of the ECB. He shows that, contrary to what many analysts believe, the markets have anticipated ECB decisions fairly accurately, better in any case than

the US Federal Reserve. On the other hand, the ECB still suffers from fairly weak credibility in the eyes of the financial markets, weaker than the Bundesbank, but not the Fed, surprisingly enough.

Charles Wyplosz and Patrick Artus draw five main conclusions from this dual analysis:

- the setting of short-term interest rates by the ECB has been satisfactory on the whole;
- the inflation target it has set itself and which guides its decision-making is both too low and too narrow; a range of around 1 to 4% would be better than the current range of 1 to 2%;
- the ECB must abandon its first pillar in favour of specific but flexible inflation targeting;
- the ECB should pay closer attention to changes in asset prices;
- the decision-making body must be reorganised and the number of members reduced. The best solution economically speaking would be to assign the responsibility for the conduct of monetary policy to the Executive Board alone; but, if the legal obstacles to this solution prove too great, a restricted body comprising the Executive Board and a set number of central bank governors sitting in rotation should be adopted.

In his commentary, Michel Aglietta notes how hard it is to reconcile the authors' basically positive assessment of the ECB's performance and the Bank's shortcomings in terms of decision-making and communication. He also indicates that the authors overlook an area in which the ECB's handling of monetary policy has not been satisfactory: decoupling the euro-zone economy from the ups and downs of the US economy. He believes that uncertainty over monetary transmission channels in the eurozone is less important than the difference between such channels in Euroland and the United States: the impact on the economy of interest rates rests more on households on the other side of the Atlantic and on companies in Euroland. Finally, he indicates his opposition to Wyplosz's suggestion that euro-zone countries be represented on the Council by simple rotation of central bank governors. In the same way as the president of the New York Fed has a permanent seat on the Federal Reserve's Open Market Committee, Aglietta believes it is of fundamental importance that the countries with the closest links to the financial markets have a permanent seat on the ECB Council.

Daniel Gros agrees with the main conclusions and recommendations made by Artus and Wyplosz, but expresses regret over the lack of analysis of the euro exchange rate, which is both a major factor in central bank decision-making and a transmission channel of those decisions. In his view, the coordination of national fiscal policies and their coordination with ECB monetary policy is not only unnecessary, as Charles Wyplosz asserts, but also undesirable. Finally, he believes that not only must the membership of the monetary policy committee be modified, but the process for appointing central bank governors must also be reviewed.

Two complements are attached to the report:

- the first, by Jean-Victor Louis, examines from a legal perspective the various current proposals to reform the Governors' Board of the ECB. He shows that the Treaty of Nice actually represents only a modest relaxation of the revision procedures relating to ECB statutes. He describes possible legal reservations about both the representation of euro-zone nations and delegating the conduct of monetary policy to the Executive Board and concludes that rotation is the only solution with a sound legal basis;
- the second complement, by Anton Brender, analyses the communication policy of the US Federal Reserve. He highlights the Fed's willingness to clarify the principles that guide its monetary policy and the consideration given to the uncertainty with which a central bank is confronted and shows that a lack of rules and an explicit inflation target makes the Fed vulnerable to errors of judgement.

PREMIER MINISTRE

Conseil d'Analyse Économique

85 boulevard du Montparnasse 75006 PARIS
Télécopie : 01 53 86 14 54

Site Internet : www.cae.gouv.fr

Cellule permanente

Jean Pisani-Ferry

Président délégué du Conseil d'analyse économique

Mario Dehove

Secrétaire général

01 53 86 14 50

Joël Maurice

Conseiller scientifique
Membre du CAE

*Politiques structurelles
Questions européennes*

Laurence Bloch

Conseillère scientifique

*Commerce extérieur
Questions internationales*

Jean-Christophe Bureau

Chargé de Mission

*Agriculture
Environnement*

Éric Dubois

Conseiller scientifique

*Macroéconomie
Conjoncture*

Christine Carl

Chargée des publications et de la communication

01 53 86 14 36
christine.carl@cae.pm.gouv.fr

Katherine Beau

Chargée d'études documentaires

01 53 86 14 28
katherine.beau@cae.pm.gouv.fr

