

La BCE doit-elle changer de politique ?
Radio Classique, 12 novembre 2003

En 1999, l'euro a été introduit dans un contexte de forte croissance et de faible inflation. Tout s'est bien passé. Est venue ensuite, en 2000, la hausse du prix du pétrole, à laquelle la BCE a réagi avec flegme. Le vrai test est arrivé en 2001-2003, avec le ralentissement international. Lorsqu'il s'est engagé, la plupart des observateurs ont pensé que la zone euro allait le traverser sans difficultés, pour deux raisons : sa faible dépendance à l'égard des échanges extérieurs ; et la capacité de réaction que lui offrait la monnaie unique. Les prévisions faites en 2000 envisageaient ainsi un ralentissement très modeste, bien inférieur à celui des Etats-Unis.

La réalité a été tout autre. Au cours des trois années 2001-2003, la croissance de la zone euro aura été de 1% l'an, contre 2% pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis. Qui doit être blâmé pour cette mauvaise performance ? Le procès en responsabilité est ouvert. Gouvernements, les banque centrale et sociétés forment d'une certaine manière les trois sommets d'un triangle, et chacun accuse les deux autres pour dégager sa propre responsabilité: la BCE, par exemple, fait porter le blâme sur les politiques budgétaires d'un côté, les rigidités structurelles de l'autre. Dans ce triangle des Bermudes, la croissance disparaît.

Précisément, quelle est la responsabilité de la BCE dans cette mauvaise performance ?

La BCE n'est pas seule en cause. Mais elle a certainement sous-estimé l'ampleur du ralentissement et sa réaction a été à la fois tardive et précautionneuse. Comme l'a cruellement remarqué Gordon Brown, il y a eu depuis trois ans dix baisses de taux aux Etats-Unis, sept au Royaume-Uni et quatre dans la zone euro. Aujourd'hui, le taux de la BCE est inférieur à celui de la Banque d'Angleterre, mais supérieur à celui de la Réserve fédérale qui est maintenu à 1% - et donc clairement négatif en termes réels.

La BCE aurait certainement dû réagir plus rapidement. Aurait-elle dû aussi faire plus, et fixer elle aussi les taux courts à un niveau négatif en termes réels ? C'eut été certainement souhaitable pour la croissance. Mais la banque centrale peut arguer, pour sa défense, du fait que contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, l'inflation a très peu reculé dans la zone euro. Elle était de 2,1% en 2000, et les prévisions récentes envisagent le même niveau pour 2003, en dépit de la stagnation et de la forte appréciation de la monnaie. Plusieurs pays enregistrent encore une hausse des prix supérieure à 3%. Or la BCE s'est donné un objectif d'inflation légèrement inférieur à 2%. La rigidité de l'inflation est donc un frein à la baisse des taux.

Ceci pose la question du niveau de l'objectif d'inflation. Moins de 2%, c'est probablement trop bas, et beaucoup d'économistes plaident pour une cible plus élevée, de l'ordre de 2,5% ou 3%. Cela éviterait de passer si rapidement d'une situation où l'on craint la déflation – au printemps de cette année, encore – à une situation où l'on redoute l'inflation, et cela donnerait plus de latitude à la politique monétaire pour agir sur les taux.

Enfin la mise en œuvre de la stratégie monétaire, c'est-à-dire la relation entre l'objectif et les décisions, pourrait être plus transparente.

Ne faut-il pas aller plus loin, et donner à la BCE le mandat de soutenir la croissance ?

Je ne crois pas. La BCE s'est vu fixer comme objectif annexe de « soutenir les politiques générales de la Communauté ». La formulation est contournée mais son seul sens possible est que la banque centrale doit soutenir la croissance lorsque cela ne met pas en cause la stabilité des prix. Cela pourrait certainement être dit plus clairement. Mais aller plus loin, et mettre sur le même plan objectif d'inflation et objectif de croissance, serait placer la BCE en situation de conflit d'objectif potentiel. Une institution indépendante a vocation à remplir une mission déterminée. Elle n'a pas de légitimité pour arbitrer entre objectifs macro-économiques lorsque ceux-ci s'avèrent contradictoires.