

Banque centrale européenne et politique monétaire

La politique économique a beaucoup évolué depuis trois décennies. Cette évolution est liée aux transformations économiques et financières (développement des marchés financiers, intégration européenne, globalisation financière). C'est également le résultat des progrès réalisés par la recherche économique.

La politique monétaire est l'un des deux instruments dont disposent les responsables économiques d'un pays. Elle consiste à fournir les liquidités nécessaires au bon fonctionnement et à la croissance de l'économie tout en veillant à la stabilité de la monnaie. Depuis la fin des années 90, la politique monétaire nationale est entrée dans le giron de l'Union économique et monétaire (UEM). La Banque Centrale Européenne (BCE) est cette institution chargée de mettre en œuvre la politique monétaire européenne. Basée à Francfort, elle est dirigée par un directoire qui comprend un président (Mr Jean Claude Trichet), un vice président et 6 membres (mandat de 8 ans non renouvelable).

Peut-on faire de la politique monétaire, un instrument de politique économique, au profit de la croissance économique européenne ?

Afin de répondre à cette question, nous présenterons dans un premier temps, l'évolution des principes et des pratiques en matière de politique monétaire. La théorie économique reste encore indécise sur les vertus d'une création monétaire. Par ailleurs, les pratiques des autorités monétaires ont toujours mis la stabilité des prix au cœur de leur dispositif. Nous évoquerons dans un second temps, les stratégies monétaires de la Banque Centrale Européenne, et les défis qui lui sont lancés. La parité €/ \$, la stabilité des prix et la coordination des politiques budgétaires pourraient bien remettre en cause le principal objectif assigné, et amener la BCE à soutenir la croissance européenne.

I/ LES PRINCIPES DE LA POLITIQUE MONETAIRE

Depuis son origine, la monnaie constitue le point d'orgue de la théorie économique. Passive ou active, elle a soulevé un véritable débat théorique autour de l'efficacité de la politique monétaire.

A la suite de la crise de 1929, John Maynard Keynes montrera qu'une politique monétaire peut s'avérer indispensable pour parvenir au plein emploi. Dans une situation de sous-emploi, il convient d'accroître la quantité de monnaie en circulation, pour que les taux d'intérêt baissent et que l'investissement augmente jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé. La politique monétaire peut cependant être inefficace, dès lors que la baisse du taux d'intérêt a dépassé un certain seuil. La préférence pour la liquidité devient absolue et la hausse de la quantité de monnaie en circulation ne se traduit plus par une baisse des taux d'intérêt. Cette situation est plus connue sous le nom de « *Trappe à liquidités* ».

En réaction à la théorie keynésienne et à la montée de l'inflation dans les années 70, les monétaristes, en la personne de Milton Friedman, chercheront à réhabiliter la théorie quantitative de la monnaie et à souligner l'inefficacité de la politique monétaire. Partant de la courbe de Phillips, qui montre une relation empirique inverse entre le taux de chômage et le taux d'inflation, Edmund Phelps (1967) et Milton Friedman (1968) ont montré, sur la base d'arguments théoriques, que cette courbe ne fonctionnait qu'à court terme et qu'il n'y avait pas d'arbitrage possible à long terme. Ils sont arrivés à cette conclusion en mettant en évidence le rôle des anticipations. En cas de hausse de salaire, les agents économiques pensent d'abord qu'ils bénéficient d'une augmentation de leur pouvoir d'achat, ils se mettent ainsi à consommer davantage. Par la suite, ils se rendent compte que les prix ont augmenté et qu'ils ont été victimes d'une illusion monétaire à la suite à une politique monétaire expansionniste (hausse de la quantité de monnaie en circulation). Friedman considère ainsi que les agents font des erreurs d'anticipation qu'ils ne corrigent que progressivement : on parle d'anticipations adaptatives. Les agents économiques vont recalibrer leurs dépenses de consommation sur leur revenu réel permanent et non sur le revenu courant. Dès lors, l'effet

de la dépense sur l'activité économique est aussi éphémère que l'illusion monétaire (si bien que le taux de chômage rejoint rapidement son niveau naturel tandis que l'inflation, en revanche, augmente de manière importante).

Par la suite, les nouveaux classiques (Robert Lucas) vont radicaliser les thèses des monétaristes en supposant que les agents économiques déterminent leur comportement sur la base « d'anticipations rationnelles ». Dès lors, une politique monétaire est non seulement inefficace à long terme, mais également à court terme : les agents raisonnent en termes réels et ne peuvent pas être « leurrés » par une politique monétaire.

A la suite des travaux des monétaristes, on s'est aperçu que la crédibilité des décisions de politique monétaire prenait une importance cruciale dans la lutte contre l'inflation, dont elle constitue l'unique objectif. La transparence et l'indépendance des banques centrales ont dès lors été jugées indispensables pour asseoir les bases de l'École monétariste. De ce fait, l'indépendance dont ont profité la FED, puis la Bundesbank (après la seconde guerre mondiale) a été accordée à la plupart des banques centrales (dont la BCE) sous le motif de les éloigner des pressions du pouvoir politique, susceptible d'utiliser l'instrument monétaire à des fins de relance conjoncturelle.

II/ LA STRATEGIE DE LA BCE EN MATIERE DE POLITIQUE MONETAIRE

Pour constituer la Banque Centrale Européenne (BCE) responsable de la monnaie unique, les négociateurs du traité de Maastricht ont opté pour un organisme indépendant de type fédéral, dans la ligne de ce qui existe aux Etats Unis et en Allemagne. Le système européen de banques centrales (SEBC) est ainsi formé par les banques centrales nationales des états membres (ces dernières exercent des activités de distribution du crédit, collecte de ressources et gestion des moyens de paiement) et la BCE. La stratégie de la BCE repose sur deux piliers. Le premier assigne un rôle prépondérant à la masse monétaire (M3) dont le taux de croissance se voit attribuer une valeur de référence. L'agrégat monétaire M3 regroupe M1 (disponibilités monétaires : monnaies divisionnaires, billets et comptes à vue) ; M2 (quasi-monnaie, c'est-à-dire les placements à vue rémunérés : comptes sur livret, livret de caisse d'épargne, Codevi, compte d'épargne logement) et les placements à terme (dépôts en devises, titres du marché monétaire émis par les banques). Il représente la masse monétaire au sens large. 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.

Depuis l'entrée en fonction de la Banque centrale Européenne, les agents économiques et principalement les marchés financiers se sont focalisés sur trois concepts clés : la stabilité des prix ; la parité €/ \$; la stabilité financière.

Conformément à l'article 105 § 1 du traité, l'objectif principal du SEBC est « *de maintenir la stabilité des prix et sans préjudice de cet objectif, soutenir les politiques économiques générales dans la communauté* ». Le 13 octobre 1998, la BCE a défini qu'elle considérerait qu'il y aurait stabilité des prix lorsque la progression de *l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)* dans la zone EURO serait inférieure à 2% sur un an. Dans la mesure où cet objectif n'est pas compromis, le SEBC doit apporter son soutien aux politiques économiques générales des pays membres de l'Union.

La parité €/ \$ symbolise la compétitivité des produits européens vis-à-vis des Etats-Unis, mais également du commerce mondial (puisque une bonne partie des règlements sont libellés en dollars). Depuis janvier 2001, la monnaie européenne s'est appréciée vis-à-vis de la monnaie américaine (1,222 à 1,32). Cette appréciation pénalise les exportations des pays européens, notamment ceux qui souffrent

Dans la conception européenne défendue par l'Allemagne ces dernières années, la coordination entre les pays européens se résumait au respect pour chaque Etat du pacte de Stabilité. La Banque Centrale Européenne n'avait qu'à veiller à la stabilité des prix. Or depuis la crise financière, la situation a quelque peu changé. La politique monétaire a été utilisée comme un instrument de stabilité financière. La BCE a baissé son taux directeur pour réduire le coût de l'argent au jour le jour (mécanisme de refinancement des banques) et injectée une quantité de monnaie dans le système bancaire (politique de quantitative easing). En Novembre 2010, la BCE a annoncé avoir injecté près de 4600 milliards d'€ dans le système bancaire pour parvenir à une stabilité financière.

Conclusion

La politique monétaire a longtemps fait l'objet de débats théoriques exacerbés. D'un côté, la quantité de monnaie en circulation dans une économie ne devait pas être trop faible, car les agents économiques étaient alors obligés de réduire leurs activités (consommation, production, investissement...). D'un autre côté, une quantité de monnaie trop abondante met à la disposition des agents un pouvoir d'achat bien supérieur à la quantité de biens disponibles, ce qui peut provoquer une hausse de prix (inflation). D'un point de vue pratique, la politique monétaire est de plus en plus le résultat d'une stratégie d'une banque centrale indépendante. Dans l'UEM, c'est la Banque Centrale Européenne qui a cette mission. Inspirée par les statuts de la Bundesbank, la BCE s'est fixée comme principal objectif la stabilité des prix, en concentrant ses efforts sur la croissance de la masse monétaire M3. Elle peut agir sur les marchés financiers par une politique d'Open Market (hausse ou baisse des taux d'intérêt) et par une politique de change (c'est-à-dire la parité €/€).

Les débats se sont toutefois déplacés du côté d'une éventuelle « politique économique européenne ». Il est en effet de plus en plus difficile de concilier politique monétaire commune et politiques budgétaires nationales. La question du fédéralisme européen et des prérogatives de la BCE seront donc bien au cœur des futures négociations européennes. Une politique qui risque d'être fragilisée par l'entrée des nouveaux membres.