

## LA BCE A-T-ELLE RAISON D'AUGMENTER SES TAUX ?

Christophe BLOT

Département analyse et prévision

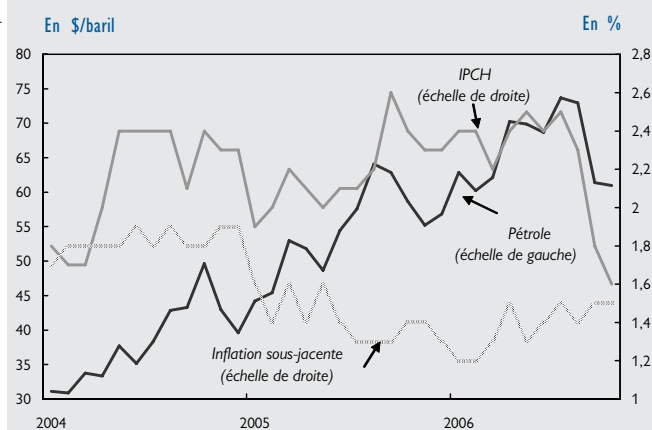
Lors de la conférence de presse qui s'est tenue le 7 décembre 2006, la BCE a décidé d'augmenter son principal taux directeur de 25 points de base en le fixant à 3,5 %. Cette décision était anticipée et avait été implicitement annoncée par Jean-Claude Trichet lors de la précédente conférence de presse. Le président de la BCE souligne que les « risques pesant sur la stabilité des prix » sont toujours orientés à la hausse. La BCE poursuit ainsi le cycle de resserrement de sa politique monétaire entamé depuis décembre 2005. Après deux ans et demi de *statu quo*, le principal taux de refinancement de la zone euro a été relevé six fois. Cette phase de « normalisation » s'inscrit dans un contexte de durcissement généralisé des politiques monétaires. Néanmoins, en raison de situations conjoncturelles différentes ou de problèmes structurels spécifiques, les hausses de taux n'ont pas suivi le même rythme.

Les conférences de presse tenues à l'issue de chaque réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE nous apportent des informations précieuses sur les raisons qui motivent ses décisions. C'est d'ailleurs le principal élément permettant d'évaluer la politique monétaire menée par la BCE, puisque celle-ci ne prend pas ses décisions de façon mécanique à partir de l'observation d'un indicateur précis, mais base sa réflexion sur une analyse de la situation économique, monétaire et financière. En effet, pour atteindre son objectif principal d'inflation inférieure mais proche de 2 %, la BCE fonde sa stratégie sur deux piliers. Le premier s'appuie sur l'analyse d'une batterie d'indicateurs relatifs aux conditions économiques et financières, qui permettent d'évaluer les risques à court et moyen terme sur la stabilité des prix. Le deuxième pilier est axé sur une analyse des développements monétaires dans une optique principalement de long terme. C'est à partir de ce cadre que nous évaluons la cohérence des décisions prises par la BCE avec l'objectif de stabilité des prix et avec la stratégie annoncée. Dans quelle mesure la politique monétaire peut-elle être jugée accommodante ? Le resserrement de la politique monétaire est-il pour autant nécessaire et risque-t-il de peser sur la croissance de la zone euro ?

### Le pétrole flambe...

La progression de l'indice global des prix à la consommation constitue la préoccupation majeure de la BCE. De 2004 jusqu'au mois d'août 2006, l'inflation a été principalement poussée par la montée du cours du pétrole. À l'exception des mois de septembre et d'octobre 2006, la cible de 2 % a été systématiquement dépassée depuis février 2005. Dans le même temps, le prix du baril de pétrole a enregistré une nouvelle flambée, passant alors de moins de 50 \$ à plus de 70 \$ (graphique 1).

GRAPHIQUE 1 : PÉTROLE ET INFLATION



Sources : Eurostat et AIE.

En fait, plus que tout autre élément, l'hypothèse retenue régulièrement par la BCE pour justifier sa politique est celle d'une diffusion de la hausse du prix du pétrole qui devrait se renforcer. Ainsi, au-delà de la transmission directe sur le prix des importations et du carburant, la crainte de la BCE est celle du déclenchement d'une spirale prix-salaire. Si le reflux

du prix du pétrole depuis le mois de septembre éloigne la perspective d'un tel scénario, il reste néanmoins peu probable que l'on assiste à un contre-choc pétrolier ramenant le prix au niveau de 20 ou 30 \$/baril. La BCE précise également que les hausses anticipées des impôts indirects dans plusieurs pays, notamment la hausse de la TVA allemande prévue pour janvier 2007, contribueraient à accroître l'inflation.

## ... mais les prix restent sages

Pourtant, si une légère augmentation de l'inflation a bien été observée, rien n'indique que la transmission du choc pétrolier tend à s'amplifier. Les évolutions récentes des prix en témoignent puisque l'inflation est repassée sous la cible de 2 % dès que le prix du pétrole a reculé. Les augmentations de salaires sont restées modérées. Le coût horaire du travail a respectivement crû de 2,2 % et 2,4 % aux deux premiers trimestres 2006, contre 2,3 % et 2,2 % en 2004 et 2005. De plus, si l'on s'intéresse à l'évolution de l'inflation sous-jacente, force est de constater que les prix sont restés sages (graphique 1), confirmant pour l'instant l'absence d'effets dits de second tour. Si la BCE affirme régulièrement qu'elle ne cible pas l'inflation sous-jacente, il reste que cet indice constitue certainement un élément précieux pour juger de la diffusion de la hausse du prix du pétrole à l'ensemble de l'économie.

Des travaux récents ont montré que le lien entre cours du pétrole et inflation est plus ténu que ce que l'on pouvait penser. Parmi les facteurs à l'origine des épisodes d'accélération de l'inflation depuis le début des années 1960 jusqu'en 1993, il s'avère que ni les prix alimentaires, ni les prix du pétrole, à l'exception sans doute du deuxième choc pétrolier de 1979, n'ont contribué à l'émergence de tensions inflationnistes<sup>1</sup>. Les périodes d'inflation résultent le plus souvent d'une accélération de la croissance. Les projections de croissance de la BCE pour 2006 et 2007 s'élèvent respectivement à 2,2-2,8 % et 1,6-2,6 %. Ces perspectives de croissance constituent une bonne nouvelle, mais n'indiquent pas de surchauffe évidente. Les performances de la zone euro continuent à s'inscrire régulièrement en deçà de celles de l'économie mondiale et ne dépassent celles des États-Unis que lorsque ceux-ci subissent un ralentissement conjoncturel (comme cela serait le cas en 2007<sup>2</sup>).

Hooker (2002) s'est aussi penché sur la question des liens entre prix du pétrole et inflation<sup>3</sup>. Il parvient également à la conclusion que les chocs pétroliers n'ont plus d'impact significatif sur l'indicateur d'inflation sous-jacente. On pourrait envisager que c'est précisément parce que les autorités monétaires ont su réagir aux chocs pétroliers que les tensions inflationnistes ne se sont pas matérialisées<sup>4</sup>. Cet argument n'est cependant pas fondé selon Hooker (2002), puisqu'il montre que les autorités monétaires n'ont plus réagi de façon significative au prix du pétrole après 1979. La causalité serait donc inversée ;

1. Voir J. Boschen et C. Weise, 2003 : « What starts inflation : evidence from the OECD countries », *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 35 n°3 p. 323-349.

2. Voir la Lettre de l'OFCE n°276 : « Découplage en douceur ».

3. Voir M. Hooker, 2002 : « Are oil shocks inflationary ? Asymmetric and nonlinear specifications versus changes in regime » *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34 n°2 p. 540-561.

4. C'est effectivement la thèse défendue par C. Carlstrom et T. Fuerst, 2005 : « Oil prices, monetary policy and the macroeconomy », *Federal Reserve Bank of Cleveland*.

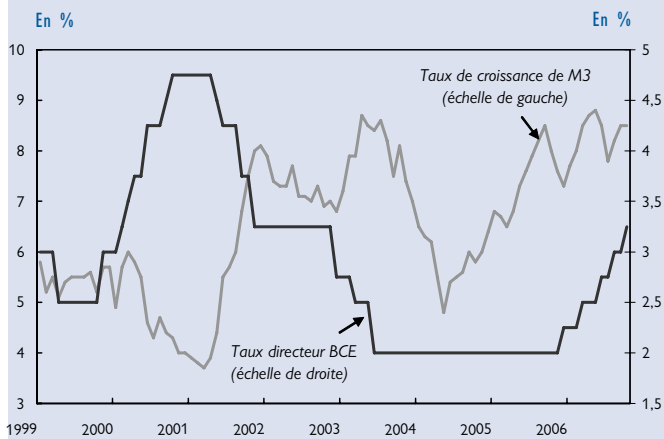
la politique monétaire serait devenue moins réactive parce que la diffusion des augmentations des prix énergétiques est plus faible. Ces différents éléments ne signifient pas que les chocs pétroliers ne peuvent pas affecter l'inflation, mais que leurs effets sont généralement temporaires et qu'ils ne créent pas nécessairement de tensions inflationnistes. Dans la mesure où la cible de 2 % d'inflation est un objectif à moyen terme — à un horizon de un à deux ans — il n'est pas indispensable de se focaliser sur l'accélération courante des prix à la consommation tant qu'aucun signe de diffusion n'est observé.

Par ailleurs, l'intensification de la concurrence résultant de la mondialisation contribue à la désinflation mondiale. L'intégration croissante de la Chine au commerce international et la libéralisation progressive des échanges de services devraient favoriser le maintien des pressions à la baisse des prix. De fait, il semble important de ne pas surestimer les risques d'inflation au sein de la zone euro. Dans ce contexte, un durcissement excessif de la politique monétaire pourrait bien n'avoir que peu d'effet sur l'inflation puisque la BCE n'a pas le pouvoir de faire baisser le prix du pétrole. L'ajustement se ferait alors sur les autres composantes de l'indicateur d'inflation globale, qui pourtant ne donnent aucun signe d'emballlement. Au final, l'effet pourrait s'avérer contreproductif, risquant d'étouffer la reprise économique encore fragile. Le retard de croissance accumulé par la zone euro nécessite au contraire la mise en œuvre de politiques macroéconomiques volontaristes capables de dynamiser l'investissement et favoriser la croissance future de la zone euro.

## Réactivation du monétarisme

En dehors de l'impact lié au pétrole et à la hausse de la TVA allemande, la BCE ne semble pas mettre en avant d'autres indicateurs économiques susceptibles d'expliquer le regain d'inflation. L'autre facteur principal venant justifier les hausses récentes des taux directeurs réside dans le deuxième pilier, la croissance des agrégats monétaires. Inférieur à 7 % en avril 2005, le taux de croissance de l'agrégat de référence M3 n'a cessé de s'accroître pour approcher les 9 % en mai 2006. On peut toutefois s'étonner que la BCE utilise aujourd'hui cet argument pour justifier une hausse des taux. Si la BCE n'a jamais officiellement renoncé à l'analyse monétaire, il était jusqu'ici difficile de trouver un lien entre les décisions de la BCE et la croissance de M3 (graphique 2) ; elle a toujours affirmé que la valeur de référence pour la croissance de M3 n'était qu'un indicateur parmi d'autres et qu'elle ne s'engageait pas à réagir de façon mécanique aux écarts observés. Le moins que l'on puisse dire est qu'empiriquement, l'existence d'un lien entre les agrégats monétaires et l'inflation fait l'objet de controverses. Au mieux, ce lien n'est valable qu'à très long terme et il est instable à court et moyen terme. En outre, on peut douter que ce lien soit vraiment pertinent pour des économies en régime de faible inflation<sup>5</sup>. Alors qu'on pouvait penser que ce second pilier allait progressivement tomber en désuétude, la réactivation de l'argument monétariste est surprenante.

5. Voir P. De Grauwe et M. Polan, 2005 : « Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon ? », *Scandinavian Journal of Economics* 107(2) p. 239-259.

**GRAPHIQUE 2 : AGRÉGAT MONÉTAIRE ET TAUX DIRECTEUR**

Source : BCE.

Une possible justification de l'intérêt porté à la croissance de M3 vient du fait que son emballement s'explique par le dynamisme du marché du crédit, en particulier du crédit à l'habitat, lui-même alimenté par le boom immobilier dans plusieurs pays de la zone euro. L'argument quantitaviste impliquant que toute accélération de la croissance des agrégats monétaires conduit à une hausse de l'indice des prix à la consommation est peu crédible, puisque l'on sait d'ores et déjà que ce surcroît de liquidités s'est traduit par une hausse des prix et des transactions sur le marché immobilier. Même si la BCE ne cible pas les prix d'actifs, la question de l'immobilier est une préoccupation majeure et il faut croire que la BCE jugerait bienvenu un léger fléchissement des prix immobiliers. Il est probable qu'une augmentation des taux parviendra à faire baisser les prix, au moins dans certains pays<sup>6</sup>. Il faut cependant souligner que la réaction des prix d'actifs est fragile et souvent instable. Alors que l'on se dirige vers un atterrissage en douceur sur de nombreux marchés immobiliers, il semble plus que jamais nécessaire de veiller à ce qu'un durcissement trop marqué de la politique monétaire n'entraîne pas un atterrissage forcé et incontrôlé.

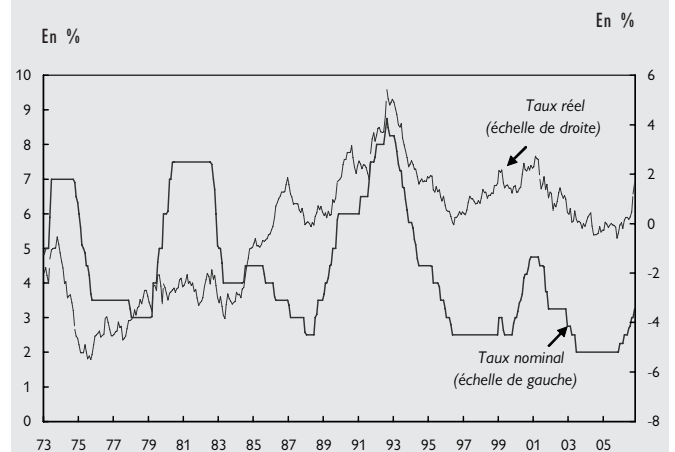
## Vers une « normalisation » progressive

À chacune de ses interventions, la BCE a affirmé qu'elle poursuivrait sa phase de « normalisation » si son scénario d'un maintien de la croissance et des tensions sur les prix était confirmé. Jean-Claude Trichet ne manque pas de rappeler régulièrement qu'il juge que la politique monétaire reste accommodante et que les taux ont été maintenus à un niveau bas, jamais atteint dans la zone euro. Si l'on ne peut contester que le niveau nominal des taux d'intérêt reste faible, la politique monétaire n'apparaît plus aussi nettement accommodante dès lors que l'on s'intéresse au taux d'intérêt réel (graphique 3). Or, sur le plan macroéconomique, c'est pourtant celui qui joue un rôle essentiel.

Le caractère accommodant de la politique monétaire est une notion discutable qui va dépendre du critère de référence.

6. Voir P. van den Noord, 2006 : « Are house prices nearing a peak ? A probit model analysis for 17 OECD countries », OECD Working Papers n°488.

L'évaluation de l'orientation de la politique monétaire est souvent effectuée au regard de différents indicateurs<sup>7</sup> tels que le taux d'intérêt neutre, le taux issu de la règle de Taylor ou un indicateur des conditions monétaires. Le taux d'intérêt réel neutre renvoie à l'idée d'un taux compatible avec la croissance potentielle de l'économie. Dans sa version la plus simple, il est déterminé par la règle d'or. Il s'apparente à un taux de long terme et constitue donc un indicateur de politique monétaire imparfait. La valeur de 2 % en termes réels est le plus souvent retenue. Des analyses s'inspirant des travaux de Wicksell au début du XX<sup>e</sup> siècle proposent une estimation du taux d'intérêt neutre, dit aussi taux d'intérêt « naturel », basée sur une modélisation semi-structurelle de l'économie. Les applications à la zone euro<sup>8</sup> évaluent le taux réel « naturel » autour de 1 % en fin d'année 2004, soit un taux nominal proche de 3 %. Ces résultats sont soumis à une forte incertitude. Mésonnier (2005) indique que le taux réel se situerait probablement entre - 1 % et + 3 %. La marge d'erreur sur les conclusions de politique économique est importante.

**GRAPHIQUE 3 : TAUX NOMINAL ET RÉEL DEPUIS 1973\***

\* De 1973 à 1998, le taux nominal est celui fixé par la Bundesbank. Le taux directeur de la BCE est utilisé à partir de 1999. L'inflation de la zone euro est retenue pour le calcul du taux d'intérêt réel.

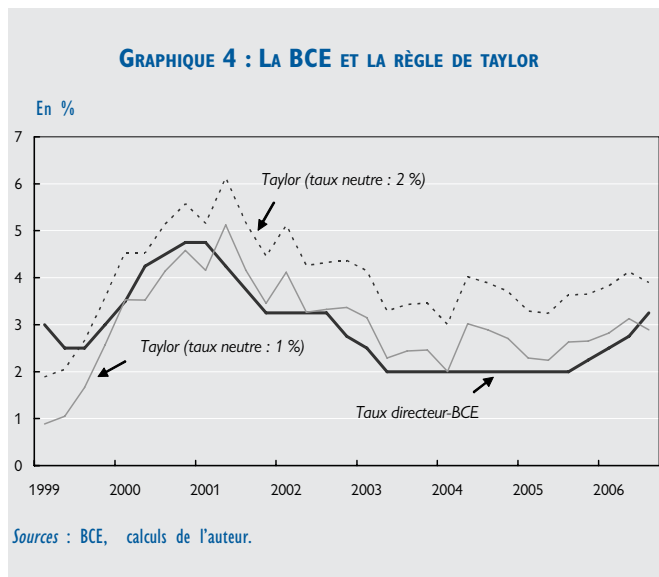
Sources : Bundesbank, BCE et Eurostat.

Un deuxième critère très souvent retenu pour juger du caractère accommodant de la politique monétaire consiste à estimer le taux d'intérêt qui serait issu d'une équation de Taylor. À la différence du taux d'intérêt neutre, la règle de Taylor prend en compte la position cyclique de l'économie. Dans sa version la plus simple, elle indique que le taux d'intérêt dépend du taux d'intérêt neutre, de l'écart du taux d'inflation à sa cible et de l'écart de production au produit potentiel. Le taux d'intérêt réel neutre généralement retenu est de 2 %. Sachant par ailleurs que le taux d'inflation ciblé par la BCE est proche de 2 %, on peut facilement en déduire le taux qui prévaudrait si la BCE suivait une règle de Taylor (graphique 4). Sur l'ensemble de la période, la BCE a fixé un taux inférieur à celui indiqué par la

7. Voir par exemple F. Montagné, 2005 : « Les indicateurs de la politique monétaire », Économie et Prévision n° 168.

8. Voir J-S. Mésonnier, 2005 : « L'orientation de la politique monétaire à l'aune du taux d'intérêt naturel : une application à la zone euro », Bulletin de la Banque de France n°136 p. 41-57 ; et L. Winter, P. Guarda et A. Rouabah, 2005 : « Estimating the natural rate interest rate for the euro area and Luxembourg », Cahier d'Études de la BCL n°15.

règle. Au regard de ce critère, elle aurait donc mené une politique effectivement accommodante. Les six hausses de taux intervenues depuis décembre 2005 tendent à réduire l'écart avec le taux de Taylor. En ce sens, on peut parler de « normalisation » de la politique monétaire.

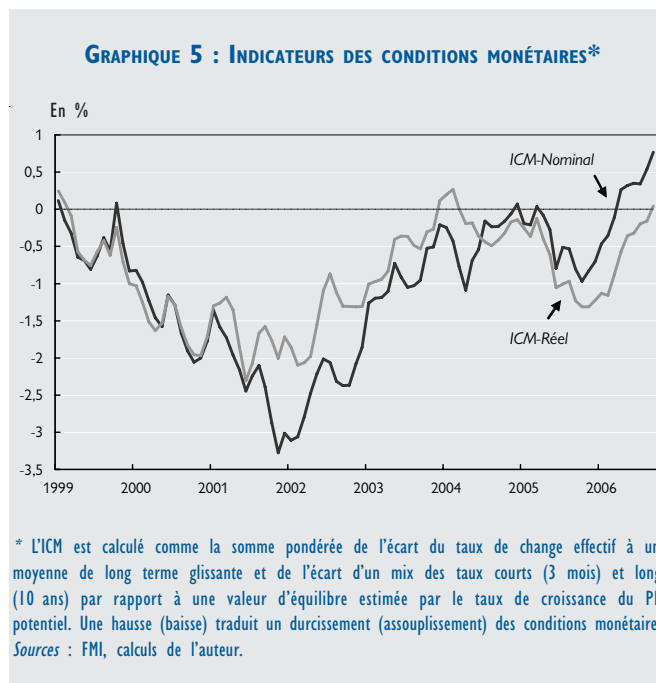


Pourtant, la référence à la règle de Taylor n'est pas exempte de limites. Les poids indiqués dans la règle sont ceux proposés par Taylor, validés empiriquement pour les États-Unis. Mais rien ne permet d'affirmer que cette règle est adéquate et encore moins optimale pour la zone euro. En outre, le taux ainsi déterminé dépend des hypothèses retenues sur le taux neutre, l'indicateur d'inflation, les poids et le calcul de l'*output gap*<sup>9</sup>. En supposant par exemple que conformément aux estimations citées, le taux neutre est fixé à 1 %, le diagnostic sur le caractère accommodant de la politique monétaire est moins flagrant (graphique 4). Sous ces hypothèses, la politique monétaire serait même devenue neutre. En évaluant la politique monétaire à l'aune des taux de Taylor, il convient donc de garder à l'esprit que la nature de l'information qu'il véhicule dépend fortement des hypothèses effectuées pour leur construction. Il n'en demeure pas moins que l'intérêt de la règle est de fournir un indicateur standard, facile à calculer et pouvant ainsi servir de point de départ pour la réflexion.

En économie ouverte, le taux d'intérêt ne constitue pas le seul vecteur de transmission de la politique monétaire. Le canal du taux de change joue aussi un rôle important selon le degré d'ouverture de l'économie. Les indicateurs des conditions monétaires (ICM) partent de ce constat et proposent une lecture de la politique monétaire combinant les fluctuations des taux d'intérêt et du taux de change. Calculées pour la zone euro depuis 1999, on peut noter qu'après une période d'amélioration entre 1999 et début 2002, les conditions monétaires nominales ou réelles se sont plutôt dégradées, reflétant surtout l'appréciation de l'euro (graphique 5). On serait actuellement assez proche de

9. Voir S. Kozicki, 1999 : « How useful are Taylor rules for monetary policy », Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review p. 5-33.

conditions monétaires « normales ». L'interprétation de l'équilibre est néanmoins fragile, si bien que les interprétations en variation sont le plus souvent privilégiées. Depuis la fin 2005, les conditions monétaires se sont globalement dégradées en raison de l'appréciation de l'euro et de l'augmentation des taux directeurs de la BCE. Nous retrouvons une situation proche de celle observée lors du lancement de l'euro.



Au total, les décisions récentes prises par la BCE sont cohérentes avec son objectif et la stratégie qu'elle s'est fixée, mais d'autres hypothèses auraient pu être privilégiées. Concernant le premier pilier de sa stratégie, aucun signe de diffusion de la hausse des prix du pétrole n'est à signaler. La concurrence internationale continue à peser sur l'évolution des prix. Dans ce contexte, on ne peut pas exclure que la hausse des taux exerce des pressions supplémentaires et inutiles à la baisse sur les prix hors énergie. La référence monétariste du deuxième pilier de la stratégie de la BCE a toujours été critiquée. La BCE n'avait d'ailleurs jamais pu justifier ses décisions par la croissance de l'agrégat monétaire systématiquement supérieure à la valeur de référence retenue. La réactivation de l'argument monétariste est contestable, sauf si la BCE cible les prix d'actifs, ce qu'elle a toujours nié.

Le caractère restrictif, accommodant ou neutre de la politique monétaire reste imprécis et emprunt de subjectivité. Étant donné le retard de croissance accumulé par la zone euro, il faut insister sur les risques que fait peser le resserrement actuel de la politique monétaire sur la reprise. La BCE doit régulièrement faire face à des chocs spécifiques dont l'impact sur l'inflation est transitoire. Il est donc vain de se concentrer sur l'évolution récente de l'inflation au détriment de la croissance tant que la stabilité des prix à moyen terme n'est pas remise en cause. Dans un contexte de chômage élevé, la zone euro peut sans difficultés s'accommoder d'une inflation légèrement supérieure à 2 % si cela permet de consolider la croissance actuelle et de créer les conditions d'une croissance future plus forte ■