

5 novembre 1999

## TITRE : CONFIANTS PARCE QUE VIGILANTS

La décision qui vient d'être prise jeudi dernier par le Conseil des Gouverneurs de la Banque centrale européenne est importante. C'est la troisième décision mise en œuvre par l'Euro-système -c'est-à-dire l'ensemble composé par la Banque centrale européenne et les onze Banques centrales nationales- depuis les baisses de taux de décembre 1998 et avril 1999. C'est la première hausse de taux décidée par le Conseil des Gouverneurs depuis sa création.

Il ne s'agit pas évidemment, pour l'Euro-système, d'entraver l'économie européenne dans son processus de croissance comme cela a été parfois soutenu, fort heureusement très rarement. C'est très exactement le contraire. Notre souci est de continuer à créer les conditions d'une croissance substantielle et durable, durable parce que non inflationniste. Toute la doctrine européenne, qui est dans la droite ligne de la doctrine appliquée en France depuis seize ans sur une base multipartisane et de la doctrine appliquée par le Conseil de la Politique monétaire de la Banque de France indépendante, pendant cinq ans au cours des années 1994 à 1998, repose sur l'idée suivante : il n'y a pas contradiction mais complémentarité entre la recherche de la stabilité des prix et la recherche d'une croissance substantielle et durable. C'est par l'établissement de la stabilité des prix que nous renforçons la durabilité de la croissance et c'est comme cela qu'il faut comprendre aussi bien la loi française que le traité de Maastricht qui demandent, l'un et l'autre, à la Banque centrale de rechercher la stabilité des prix.

Le raisonnement économique retenu par le Gouvernement et par le Parlement français –lorsqu'il a voté la loi d'indépendance de la Banque– et par le peuple souverain lui-même lors du référendum sur le Traité de Maastricht repose sur trois arguments simples. D'abord, la stabilité des prix permet de préserver le pouvoir d'achat des ménages et de protéger tous les citoyens, en particulier les plus démunis, qui sont les plus vulnérables, contre «l'impôt d'inflation» : ceci est bon pour la

croissance, la création d'emplois et la lutte contre le chômage. Ensuite, la stabilité des prix permet de préserver ou de renforcer la compétitivité des entreprises en maintenant à un bas niveau les coûts de production et donc d'améliorer le rapport qualité-prix des biens et des services produits dans l'économie : ceci est bon pour la croissance, la création d'emplois et la lutte contre le chômage. Enfin, la stabilité des prix -prouvée pour le passé et crédible pour l'avenir- permet d'obtenir la confiance des épargnants et des investisseurs et donc d'avoir de bas taux d'intérêt de marché à moyen et long terme : ceci est bon pour l'investissement, donc pour la croissance, la création d'emplois et la lutte contre le chômage.

Comme l'a expliqué Wim DUISENBERG, le Président du Conseil des Gouverneurs, en notre nom à tous jeudi dernier, notre décision de porter le taux d'intérêt des appels d'offre à 3 % s'explique par le souci de préserver, dans une perspective de moyen terme, la stabilité des prix, et par-là même de consolider les conditions d'une croissance aussi durable que possible parce que non inflationniste.

Comment avons-nous raisonné ? Comme l'a expliqué notre Président, le Conseil des Gouverneurs a retenu, au moment de la création de l'Euro, deux «piliers» pour la politique monétaire unique : d'une part, l'évolution des agrégats monétaires et, d'autre part, un large ensemble d'indicateurs considérés comme précurseurs d'inflation.

Que nous indiquait le premier pilier de la politique monétaire ? Que l'agrégat monétaire que nous suivons particulièrement (M3) croît actuellement au rythme de 5.9 % sur 12 mois alors que la référence retenue pour 1999 est une croissance nominale de 4,5 %. Naturellement, nous excluons une instrumentation «mécanique» de la politique monétaire, qui n'a d'ailleurs été dans le passé la pratique ni de la Banque de France, ni de la Bundesbank, ni des autres Banques centrales sœurs. Mais nous ne pouvions ignorer ni le dynamisme de M3, ni le fait que l'agrégat monétaire étroit retraçant l'évolution des actifs les plus liquides (M1) croît approximativement au rythme de 13 % sur 12 mois dans la zone Euro, ni le fait que sur la même période l'ensemble des financements du secteur privé croît au rythme de 10,7 %.

Que nous indiquait, de son côté, le deuxième pilier de la politique monétaire ? Comme l'a indiqué Wim DUISENBERG, plusieurs éléments ont été, en particulier, examinés de près par le Conseil des Gouverneurs. Naturellement, les indicateurs précurseurs d'une accélération des prix et aussi les indicateurs retraçant l'évolution actuelle et future de l'économie réelle : ces derniers signalent, fort heureusement, un retournement très favorable de la situation par rapport aux signaux donnés en début d'année 1999 ; il est, de ce point de vue, significatif que les institutions internationales (FMI) prévoient que la zone Euro croîtra en l'an 2 000 de 2,8 %, soit un peu plus rapidement que les Etats-Unis eux-mêmes. De même, les développements sur les marchés financiers montraient une certaine montée des anticipations inflationnistes dans la zone Euro : augmentation substantielle des taux de marché à long terme, réduction des écarts de taux à long terme par rapport aux taux américains ou britanniques, signalant que les épargnants du monde entier donnaient un certain crédit aux prévisions de hausse de l'inflation moyenne de la zone Euro à moyen terme.

Les observations faites sur les deux volets de la politique monétaire étaient donc convergentes. La conclusion du Conseil a été qu'il était approprié de revenir au niveau de taux d'intérêt qui était le nôtre en décembre 1998 et au début de l'année 1999 avant notre baisse du mois d'avril. Parce que nous sommes vigilants, nous adressons un triple signal de confiance.

D'abord, un signal de confiance, adressé à tous les agents économiques, dans la réalité de la robustesse de la croissance de l'économie européenne aujourd'hui.

Ensuite, un signal de confiance, adressé aux entreprises en leur montrant que l'Euro-système veille à assurer la longévité de cette croissance.

Enfin, un signal de confiance, adressé aux épargnants, sur la stabilité et la crédibilité de la monnaie européenne dans une perspective à moyen terme.



Une majorité d'observateurs ont bien compris la nature de ce triple message. Il est significatif d'observer que la décision du Conseil des Gouverneurs a été très bien accueillie par les marchés de taux longs, ce qui montre à quel point les épargnants français, européens et mondiaux apprécient la vigilance des gardiens de la monnaie.

Soulignons en conclusion trois points :

1 - Dans les économies modernes, la communication sur la politique monétaire revêt une grande importance. Les investisseurs, les épargnants, les emprunteurs et les prêteurs doivent avoir des informations aussi claires que possible sur les analyses, les diagnostics et les raisonnements conduisant aux décisions de politique monétaire. C'est la raison pour laquelle la Banque centrale européenne a décidé de publier régulièrement ses analyses sous la forme d'une déclaration du Président, introductive à sa conférence de presse, faite au nom de l'ensemble du Conseil des Gouverneurs.

De ce point de vue, l'Euro-système est particulièrement transparent puisqu'il publie donc, tous les mois, un diagnostic circonstancié et précis, immédiatement après sa réunion. Ainsi s'explique probablement en partie le bon accueil des marchés à la décision de jeudi dernier : les observateurs avaient été informés le 15 juillet, le 9 septembre, le 7 octobre, de l'évolution des analyses du Conseil des Gouverneurs et des raisons qui conduisaient à rendre de plus en plus opportun un retour à une politique monétaire plus proche de la neutralité.

2 - Il y a onze économies composantes mais une seule zone Euro. Elle comprend 291 millions d'habitants, a une dimension économique presque égale à celle des Etats-Unis, une dimension commerciale supérieure, et reflète un formidable potentiel, une diversité exceptionnelle. Les décisions du Conseil des Gouverneurs sont prises sur la base d'une analyse d'ensemble unique de la zone et non au terme d'une confrontation entre des points de vue nationaux différents. L'un des grands défis lancés à l'équipe monétaire de l'Europe est que chaque Banque centrale nationale doit non seulement mettre en œuvre de manière décentralisée la politique monétaire unique dans sa propre économie mais aussi

expliquer inlassablement à sa propre opinion publique, dans le contexte de sa propre culture et avec sa propre langue, les raisons des décisions de politique monétaire de l'Euro-système tout entier.

C'est une des missions, encore plus importante qu'auparavant, des membres du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France, que d'expliquer, partout en France, dans toutes nos régions, la politique monétaire de l'Euro.

C'est qu'en relevant ses taux d'intérêt modérément et de façon suffisamment précoce, l'Euro-système garantit le respect de son objectif de stabilité des prix et donc la durabilité (les Anglo-saxons diraient la «soutenabilité») d'un bon rythme de croissance économique. L'action mesurée et préventive, mesurée parce que préventive, est en effet seule à même d'assurer un rythme substantiel de croissance dans la durée. Telle est la doctrine moderne d'emploi de la politique monétaire qui s'inscrit en rupture par rapport à une stratégie du «stop and go», où l'action brutale et tardive, brutale parce que tardive, se révèle préjudiciable à l'activité économique.

La politique monétaire est un volet important de toute politique économique. Il ne faut donc surtout pas sous-estimer son influence. Mais il ne faudrait pas non plus la surestimer. Le Conseil des Gouverneurs de la Banque centrale européenne considère, comme les Conseils de politique monétaire des Banques centrales nationales, qu'une bonne politique monétaire est une condition nécessaire mais pas suffisante à elle seule pour obtenir croissance, création d'emplois, et lutte efficace contre le chômage. Trois autres conditions doivent aussi être réunies : une bonne politique budgétaire au niveau de l'ensemble de l'Europe, respectant l'esprit et la lettre du pacte de stabilité et de croissance ; des réformes de structures appropriées ; la préservation de la compétitivité économique, au niveau de l'Europe tout entière et au niveau de chacune des économies composantes, en particulier par la modération des coûts unitaires de production.

3 – Enfin, la dernière enquête d'opinion réalisée en France, juste avant l'Euro, en novembre 1998, montrait que 80 % environ des français ~~de sensibilité de gauche comme de droite~~ *la même proportion de gauche et de droite* faisaient

confiance à la Banque de France pour assurer la stabilité des prix et du Franc. C'était la plus belle récompense possible pour une Institution indépendante, et dont l'indépendance a été le fruit d'un consensus multipartisan. Les sondés indiquaient, dans la même enquête d'opinion, dans la proportion de 95 %, qu'ils souhaitaient que l'Euro soit au moins aussi solide que le Franc. Des réactions analogues de l'opinion sont observées dans les autres pays.

En dernière analyse, une institution indépendante est responsable devant l'opinion publique. Il s'agit, pour la Banque de France en France comme pour les Banques centrales nationales sœurs dans les dix autres pays, comme pour la Banque centrale européenne au niveau de l'ensemble de l'Europe, de se montrer digne, au niveau de l'Euro-système et de l'Euro, de l'immense crédit de confiance qui avait été accumulé.