



20 décembre 2000

Mesdames, Messieurs,

Permettez-moi de vous souhaiter la bienvenue au nom du Conseil de la politique monétaire de la Banque de France. Alors que l'euro va entrer dans sa troisième année d'existence, j'évoquerai au nom de notre conseil la situation économique en France et dans la zone euro avant de commenter les décisions de politique monétaire prises par l'Eurosystème.

L'activité a progressé à un rythme soutenu dans la zone euro

Le mouvement de reprise que les économies de la zone euro avaient connu au premier semestre de 1999 s'est poursuivi et accentué au cours de l'année 2000. Les échanges extérieurs ont apporté une contribution significative à ce mouvement. La zone euro a, en outre, bénéficié d'un net redressement de la demande intérieure : la consommation des ménages a progressé à un rythme soutenu avant de se stabiliser à un haut niveau au cours du troisième trimestre ; parallèlement, les conditions de financement favorables et les perspectives de demande élevées, associées à une forte augmentation de l'utilisation des capacités de production et à une amélioration de la rentabilité des entreprises ont été à l'origine de la forte progression de l'investissement. L'ensemble de ces évolutions favorables se traduira, d'après les estimations les plus récentes, par une croissance du PIB de la zone euro de l'ordre de 3,4 % en 2000.

Cette accélération de l'activité, dans un contexte de modération salariale, a été particulièrement propice aux créations d'emplois : le taux de chômage dans la zone euro a baissé d'un point depuis octobre 1999 et s'est établi à 8,9 % en octobre 2000.

La forte progression des prix du pétrole et la dépréciation du taux de change effectif de l'euro ont nettement porté à la hausse les tensions inflationnistes depuis l'automne 1999. L'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) a ainsi franchi le seuil de 2 % en glissement annuel dès février 2000. En novembre 2000, ce glissement a atteint 2,9 %.

Les signes de tensions sur l'appareil productif se sont par ailleurs multipliés comme l'indiquent l'apparition de goulots de production et la montée des taux d'utilisation des capacités de production dans l'ensemble de la zone euro. Ces derniers s'établissent en effet à 84,7 % au quatrième trimestre 2000, soit près de 3 points au-dessus de leur niveau moyen de longue période (81,8 %).

En outre, les importations en valeur ont fortement progressé sous les effets conjugués d'une activité économique vigoureuse, d'un quasi-doublement des prix du pétrole et de la dépréciation de l'euro, ce qui a eu pour conséquence le passage d'un excédent à un léger déficit des transactions courantes.

L'économie française a connu une activité économique robuste

Dans le prolongement de l'année 1999, l'économie française a connu une croissance robuste. Si une certaine stabilisation du rythme de croissance a pu être observée au troisième trimestre, les perspectives d'activité des industriels dont les carnets de commande apparaissent, d'après nos enquêtes, bien garnis et le niveau de confiance de nouveau affiché par les ménages indiquent que la croissance devrait rester soutenue. Dans ces conditions, le PIB progresserait de 3,2% en 2000 et pourrait connaître une croissance de 3 % environ en 2001.

Toutes les composantes du PIB ont été bien orientées, en particulier l'investissement des entreprises qui a progressé à un rythme de l'ordre de 6 %. La consommation des ménages a aussi contribué de façon significative à la croissance en dépit de la forte progression des prix de détail en cours d'année sous l'influence notamment des prix des matières premières et du pétrole. Les échanges extérieurs ont vivement progressé et sont à l'origine d'un excédent encore substantiel des transactions courantes, en dépit du choc pétrolier, traduisant le maintien du dynamisme de nos échanges de services en particulier : sur les neuf premiers mois de 2000, le solde positif du compte des transactions courantes s'élève à 23,6 Mds d'euros.

Le marché du travail a bénéficié de cette poursuite de la croissance : sur une année, les créations nettes d'emplois salariés marchands ont été de l'ordre de 485 000 selon l'INSEE. Le taux de chômage (au sens du BIT) s'établit en octobre à 9,4 % de la population active, en repli de 1,6 point sur un an.

La forte progression des prix des produits importés, principalement imputable à l'évolution des cours du pétrole et à la dépréciation de l'euro, s'est traduite par une vive accélération de l'indice des prix à la consommation : en novembre, la progression de ce dernier s'établit à 2,2 % en glissement annuel. De telles évolutions incitent à la vigilance,

d'autant que l'indice sous-jacent, mesuré hors énergie et alimentation, a aussi accéléré de façon continue en cours d'année, pour atteindre 1,4 % en glissement annuel en novembre, au lieu de 0,7 % en décembre 1999.

Parallèlement à ces évolutions, les tensions sur l'appareil productif semblent particulièrement vives en France. D'après les enquêtes de la Banque, le niveau des taux d'utilisation des capacités de production, supérieur à 87 %, dépasse de près de trois points la moyenne de longue période. Les difficultés de recrutement se sont considérablement accrues : d'après les enquêtes de l'INSEE, ce sont 53 % des entreprises industrielles qui déclarent connaître des difficultés de recrutement en octobre, contre 39 % en janvier 2000 et 32 % en octobre 1999, qui était l'information dont je disposais le 20 décembre 1999 lorsque je vous rendais compte de la politique monétaire en 1999. C'est le niveau le plus important jamais enregistré dans cette statistique. Ces tensions sur l'appareil productif sont confirmées par une vive progression des importations de biens intermédiaires et de produits manufacturés.

La stabilité des prix : les décisions de politique monétaire de l'Eurosystème

Les décisions récentes doivent être appréciées à l'aune de l'objectif de stabilité des prix assigné par le traité sur l'Union européenne à l'Eurosystème. Dans un souci de transparence et de responsabilité, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne a choisi de donner, en octobre 1998, une définition précise de la stabilité des prix. Celle-ci se caractérise par une augmentation de l'IPCH de la zone euro inférieure à 2 % en glissement annuel. Le respect de cet objectif, qui est le même que celui que le Conseil de la politique monétaire avait adopté pour la politique monétaire française dès l'accession de la Banque de France à son indépendance, s'apprécie dans une perspective de moyen terme.

Afin de réaliser cet objectif principal de stabilité des prix, le Conseil des gouverneurs s'est doté d'une stratégie monétaire fondée sur deux piliers, déjà présents dans la stratégie de la Banque de France, qu'il poursuit avec constance.

Le premier pilier assigne un rôle de premier plan à la monnaie, souligné par l'annonce d'une valeur de référence quantifiée pour la croissance de M3, agrégat monétaire large de la zone euro.

Lors de sa réunion du 14 décembre 2000, le Conseil des gouverneurs a procédé au réexamen de la valeur de référence pour la croissance monétaire. Le Conseil des gouverneurs a décidé de confirmer, de nouveau, cette valeur de référence, à savoir un taux de croissance annuel de 4 ½ % pour l'agrégat large M3.

La volonté des autorités monétaires de mobiliser l'ensemble de l'information disponible justifie la présence d'un second pilier permettant l'évaluation des tendances actuelles et futures des prix à l'aide d'une large gamme d'indicateurs autres que monétaires.

Ces derniers proviennent de nombreuses sources : données macro-économiques, indicateurs de marché financier, taux de change, résultats d'enquêtes, projections....

Après une baisse coordonnée des taux directeurs de la future zone euro en décembre 1998 et une nouvelle baisse en avril 1999 qui avaient ramené le taux des appels d'offre de l'Eurosystème à 2,5 %, le Conseil des gouverneurs a relevé les taux directeurs de l'Eurosystème, en plusieurs étapes depuis novembre 1999, de 2,25 points au total, afin de répondre aux signaux provenant des deux piliers de la stratégie de la politique monétaire qui faisaient apparaître une aggravation des risques pesant sur la stabilité des prix.

En ce qui concerne le premier pilier, c'est-à-dire les évolutions monétaires, la situation de la zone euro s'est caractérisée par une abondance persistante de liquidités. Mesurée en moyenne mobile sur trois mois, la progression de M3, qui s'inscrivait en début d'année sur une tendance supérieure à 6 %, a marqué à partir du deuxième trimestre 2000 quelques signes de ralentissement sous l'effet notamment des relèvements des taux directeurs. Elle s'est établie à 5,5 % sur la période août-octobre 2000, soit un point au-dessus de la valeur de référence de 4,5 %. En particulier, bien que s'étant assez sensiblement ralentie, la croissance de l'agrégat M1 (billets et pièces, dépôts à vue) demeure soutenue : elle s'est élevée à 5,8 % en glissement annuel en octobre et à 6,6 % pour les seuls dépôts à vue. Ce dynamisme traduit un besoin d'encaisses de transaction élevé, en dépit de l'augmentation du coût d'opportunité de leur détention, en liaison avec une activité économique vigoureuse.

En octobre, les créances sur le secteur privé des institutions financières monétaires s'inscrivaient globalement en hausse de 10,8 % sur un an, les prêts progressant de 9,7 % et les concours accordés sous forme d'achats de titres de 21,2 %. Cette forte croissance des financements accordés au secteur privé explique la progression soutenue de M3. Ce dynamisme de la contrepartie -crédits à l'économie- de M3, qui reflète la bonne orientation de l'activité économique, peut également être relié aux besoins de financement accrus des opérateurs des télécommunications, à la forte progression des prix des actifs immobiliers dans certains pays de la zone ainsi qu'à la multiplication des opérations de fusion-acquisition.

En revanche, les opérations avec l'extérieur ont exercé, mais de manière moins prononcée qu'en 1999, un impact restrictif sur l'évolution de M3.

En France, les créances sur le secteur privé ont continué de progresser à un rythme soutenu : 9,3 % en glissement annuel en octobre. De son côté, la croissance annuelle de l'endettement intérieur total s'est élevée à 5,7 % en octobre.

L'ensemble des éléments formant le deuxième pilier ont signalé en cours d'année les risques à la hausse pesant sur la stabilité des prix, qu'il s'agisse des indicateurs de tensions sur l'offre et sur les marchés du travail, de la poursuite du renchérissement du pétrole et de la dépréciation prolongée du taux de change de l'Euro qui exercent ou ont exercé des pressions à la hausse sur les prix à l'importation, les prix de production et les prix à la consommation.

S'agissant du taux de change de l'Euro, qui est un indicateur important de la politique monétaire, la conviction du Conseil de la politique monétaire, comme celle du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, est que la valeur externe de l'Euro ne reflète pas la situation et les perspectives favorables prévalant dans la zone euro.

Ce sentiment est partagé par l'Eurogroupe qui est convenu, à Versailles, avec la Banque centrale européenne, que « Un euro fort est dans l'intérêt de l'Europe ». Cette phrase constitue le plus concis et le plus clair des résumés sur la position de l'Europe en ce qui concerne la valeur externe de l'Euro.

Enfin, le diagnostic de l'Eurosystème a été partagé par le G7 qui, au lendemain de l'intervention concertée sur le marché des changes en date du 22 septembre, a fait part le 23 septembre dernier « de la préoccupation commune des ministres des finances et des gouverneurs sur les effets potentiels des mouvements récents de l'euro pour l'économie mondiale ».

La stabilité financière

La stabilité des prix est la responsabilité institutionnelle des Banques centrales, de l'Eurosystème en Europe. Pas seulement parce que c'est ainsi que l'on préserve le pouvoir d'achat de nos concitoyens et tout particulièrement des plus démunis d'entre eux, qui sont les moins bien protégés contre la hausse des prix. Mais aussi parce que la stabilité des prix permet de créer les conditions d'une croissance durable, d'une création active d'emplois, d'une lutte efficace contre le chômage.

Mais, dans le monde d'aujourd'hui, au delà même de la stabilité des prix qui en constitue une condition nécessaire, la stabilité financière apparaît comme un bien précieux. Nous devons, inlassablement, nous efforcer de créer les conditions d'un fonctionnement de l'économie internationale minimisant les mésalignements des prix d'actifs, les volatilités excessives, les phénomènes purement spéculatifs, les comportements dangereux parce que

moutonniers. C'est ainsi qu'il faut entendre les appels réguliers des banques centrales à la prudence et à la sagesse. Rien ne crée plus facilement un sentiment d'euphorie économique qu'une grande abondance de liquidités monétaires. Mais les lendemains peuvent en être d'autant plus douloureux : formation de bulles spéculatives, variations brutales des prix d'actifs, comportements panurgiens d'énormes masses de capitaux. Une politique monétaire de stabilité est l'indispensable complément aux efforts remarquables entrepris au cours de ces dernières années pour améliorer l'architecture financière internationale.

* *

*

L'économie de la zone Euro dispose de conditions monétaires, financières et de compétitivité favorables qui contribuent à la poursuite d'une croissance durable, parce que non inflationniste, de l'activité. Mais comme le Conseil de la politique monétaire l'a indiqué, au cours de ces dernières années, la politique monétaire a besoin d'être relayée par les autres grandes composantes de la politique économique. Quatre conditions apparaissent nécessaires pour préserver et renforcer le plein succès de la monnaie unique.

En premier lieu, la contribution des politiques budgétaires nationales à la préservation du cadre de stabilité

La politique monétaire unique ne peut, à elle seule, préserver, dans les meilleures conditions possibles, la stabilité des prix. Encore faut-il que les politiques budgétaires respectent l'esprit et la lettre du pacte de stabilité et de croissance.

En l'absence d'un budget communautaire important, la coordination étroite des politiques budgétaires nationales et la surveillance vigilante par les pairs au sein du Conseil de l'Eurogroupe et du Conseil Ecofin réunissant les Ministres des Finances des 15, sont indispensables si l'on veut avoir un dosage de politique économique (policy mix) approprié dans l'ensemble de la zone.

Cette surveillance est d'autant plus nécessaire que l'Union monétaire introduit une interdépendance dans le domaine budgétaire : si les effets macro-économiques à court terme d'une politique budgétaire nationale exagérément dépensière restent relativement concentrés dans l'économie directement concernée, les coûts, en termes de primes de risque sur les taux d'intérêt et le taux de change, sont en revanche supportés par l'ensemble des membres de l'Union monétaire. Dans ces conditions, en organisant un système de sanctions contre les déficits excessifs et donc en contribuant à la prévention de tels déficits, le pacte permet d'éviter que les économies bien gérées aient à subir des primes de risque injustifiées.

En outre, la mise en œuvre du pacte a pour objet de permettre aux stabilisateurs automatiques nationaux de jouer, le cas échéant, leur rôle. Son objectif à moyen terme, qui précise que les finances publiques doivent être proches de l'équilibre ou en excédent, encourage les pays membres de l'Union à rétablir le plus vite possible les marges de manœuvre permettant de faire face aux aléas conjoncturels ou à d'éventuels chocs asymétriques affectant l'un d'entre eux, et pas les autres, sans que le plafond de 3 % soit dépassé.

En conséquence, l'amélioration de la conjoncture dans la zone euro devrait plus que jamais être mise à profit par les Etats membres pour renforcer leurs efforts d'assainissement.

S'agissant plus particulièrement de la France, le Conseil de la politique monétaire relève, comme les années précédentes, que la part des dépenses publiques dans le PIB qui selon la Commission européenne atteignait 53,9 % en 1999 -à comparer à une moyenne de 49,1 % pour la zone euro et de moins de 40 % dans les pays du G VII- est trop élevée. Une baisse de ce ratio, dans un premier temps à moins de 50 % du PIB, est nécessaire afin de renforcer la diminution du déficit public, de préserver un niveau favorable de taux d'intérêt de marché à moyen et long terme propices à la croissance et à la lutte contre le chômage et de créer les conditions d'une décrue progressive et durable des prélèvements obligatoires.

En second lieu, la mise en œuvre de réformes structurelles appropriées

L'efficacité des politiques économiques ne résulte pas seulement du bon dosage des politiques budgétaire et monétaire. Les politiques structurelles ont un rôle majeur à jouer. C'est particulièrement vrai en France et dans toutes les grandes économies de la zone euro au sein desquelles, selon toutes les organisations internationales, le chômage reste largement d'origine structurelle, c'est-à-dire qu'il est malheureusement entretenu par nos propres réglementations et comportements.

Cette importance des réformes structurelles pour combattre efficacement le chômage a été explicitement reconnue par le Conseil européen de Nice après les Conseils de Luxembourg et de Cardiff.

Il n'appartient pas à la Banque de France de se substituer aux autorités responsables et de donner une liste de réformes qu'il serait opportun de poursuivre en matière d'éducation et de formation, de fonctionnement du marché du travail, ou en matière de protection sociale. En revanche, s'agissant de la méthode, le Conseil de la politique monétaire est d'avis que l'on pourrait retenir en matière structurelle un principe d'« étalonnage » dans la zone euro, c'est-à-dire de convergence vers les meilleures pratiques, comme on l'avait fait, en matière monétaire et budgétaire, avec les « critères de Maastricht ». Pourquoi ne pas renverser la charge de la preuve en matière de réformes structurelles, en demandant aux pays de la

zone euro les raisons pour lesquelles ils n'introduisent pas chez eux des réformes menées à bien avec succès dans l'un des pays de la zone ? La sélection de telles réformes devrait reposer sur trois critères : avoir été décidées de façon consensuelle politiquement, avoir été mises en œuvre de façon consensuelle socialement et avoir été couronnées de succès dans la lutte contre le chômage ? De nombreuses réformes menées au sein même de la zone euro satisfont à ces critères.

En troisième lieu, la préservation de la compétitivité : un « site productif » français attractif dans une zone euro elle-même attractive.

Dans le nouvel environnement créé par l'Union monétaire et la monnaie unique, la compétitivité des prix et des coûts est, plus que jamais, un indicateur-clé de la conduite des politiques économiques nationales. L'accent doit être mis par les politiques européennes sur cet aspect de la compétitivité. Avant l'euro, les politiques économiques nationales s'appuyaient sur une surveillance étroite de plusieurs indicateurs tels que la balance commerciale, la balance des paiements, les taux de change et les taux d'intérêt. Les décideurs recevaient ainsi en permanence des informations sur les principales réactions des marchés aux inflexions des politiques économiques et étaient fortement incités à en tenir compte, le cas échéant.

Avec l'introduction de l'euro, les indicateurs concernés au niveau national ont, soit disparu, soit vu leur portée très limitée. Naturellement, ils subsistent pour la zone euro dans son ensemble, d'où l'importance des dispositions du traité sur la coordination des politiques budgétaires et des politiques économiques.

Mais les règles de l'économie de marché continuent à s'appliquer à chaque Etat membre de l'Union monétaire comme à l'Union elle-même. Au niveau national, il faudrait donc que les autorités économiques soient encore plus attentives qu'auparavant aux données retraçant l'évolution de la compétitivité. Elles apparaissent comme les indicateurs centraux de la conduite de la politique économique nationale en Union monétaire : évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre, qualité du cadre réglementaire et fiscal et, plus généralement, environnement économique, juridique et fiscal favorable à la création et au dynamisme des entreprises.

Le niveau des coûts unitaires de production est fondamental et ce serait une grave erreur que de l'oublier dans le contexte d'une conjoncture favorable. C'est en grande partie parce que l'économie française a préservé et renforcé sa compétitivité sur longue période que nous avons pu, au cours des quatre dernières années, bénéficier d'une croissance significative, plus rapide que celle des autres grands pays d'Europe, tout en ayant un important excédent de la balance des paiements courants. La stratégie multipartisane de

faible inflation et de compétitivité, menée avec continuité et détermination sur longue période, doit être poursuivie résolument dans le contexte renouvelé de la monnaie unique.

En quatrième lieu, le changement progressif d'état d'esprit dans l'approche des phénomènes économiques.

L'objectif d'une croissance durable, soutenue et non inflationniste, permettant de ramener le chômage à son étiage, sera d'autant mieux atteint que l'Europe et la France adopteront progressivement une attitude ouverte à l'égard des grands « facteurs de production » que sont le travail, le capital et le progrès technique. La persistance d'un chômage de masse –dont les causes structurelles étaient mal comprises– avait longtemps conduit à adopter certaines attitudes néomalthusiennes : la recherche d'une diminution des forces de travail disponibles dans l'idée de réduire le chômage ; le refus d'investissements de productivité supposés contribuer à l'augmentation du chômage ; enfin la circonspection à l'égard du progrès technique car il serait potentiellement destructeur d'emplois.

Il ne faut pas s'étonner qu'en ayant ainsi envisagé de limiter le travail disponible, le stock de capital et le progrès technique, l'Europe et la France aient pu constater que leur potentiel de croissance non inflationniste n'était pas encore aussi élevé qu'il aurait été désirable en dépit des importants progrès observés au cours des dernières années. Nous sommes heureusement en train de changer profondément de perspective et de nous éloigner des attitudes néomalthusiennes, sous l'influence notamment des nouvelles technologies de l'information et de la communication, et de la constatation que la généralisation en Europe de goulets d'étranglement préinflationnistes constitue autant d'obstacles à une croissance forte et durable parce que sans inflation. Pour concrétiser ce changement d'état d'esprit, trois orientations paraissent appropriées :

- **desserrer les contraintes pesant sur le facteur travail.** 53 % des entreprises indiquent aujourd'hui qu'elles rencontrent de sérieuses difficultés de recrutement, alors même que le taux de chômage s'élève encore à 9,4 %. Il est donc nécessaire d'augmenter les efforts de formation, d'éducation et d'intégration dans le monde du travail d'une population qui en est pour l'instant exclue, en particulier les efforts des entreprises elles-mêmes. Il faut aussi d'accepter de recourir plus largement aux heures supplémentaires, notamment dans tous les secteurs où il y a pénurie de main d'œuvre, comme le Conseil le recommande depuis trois ans. Plus généralement, l'augmentation du taux d'emploi, en Europe, c'est-à-dire de 61 % aujourd'hui à 70 % dans dix ans -objectif confirmé par le Conseil européen de Nice, de manière à augmenter la population disponible pour le travail- est particulièrement opportune et révélatrice d'un changement profond d'attitude ;

- **investir massivement et desserrer les contraintes pesant sur le facteur capital.**

L'investissement est essentiel dans une économie dans laquelle le taux d'utilisation des capacités de production est à un niveau historiquement élevé et où une proportion croissante des entreprises rencontre des goulets d'étranglement pour sa production (41 % aujourd'hui contre 30 % fin 1999). Le taux d'utilisation des capacités de production atteint un niveau historiquement élevé dans la dernière enquête de la Banque de France. Ces observations rendent plus que jamais opportune la recommandation du Conseil, faite depuis 4 ans : « c'est le moment d'investir » ;

- **enfin, rechercher activement les progrès de productivité qui sont à la source même de la croissance économique**, en étant ouvert au progrès technique, à la révolution numérique, aux nouvelles technologies de l'information et de la communication, de la biotechnologie, des sciences des matériaux et en favorisant un niveau élevé de recherche-développement du secteur productif, en Europe et en France. Cette ouverture à l'égard du progrès technique et des progrès rapides de productivité est l'une des clés du maintien d'une faible inflation et de la longévité d'une croissance robuste, durable et créatrice d'emplois.

* *

*

Voilà, Mesdames et Messieurs, ce que je voulais vous dire sur la politique monétaire et les économies française et européenne en cette veille de l'an 2001. J'appelle votre attention sur le dossier qui va vous être remis et qui contient des documents que je crois très utiles pour la bonne compréhension de la situation économique et monétaire, en particulier s'agissant des graphiques sur les goulets d'étranglement pour la production et des difficultés de recrutement. Je signale aussi tout particulièrement les cent questions-réponses sur le passage à l'euro qui doivent permettre aux particuliers, comme aux professionnels et aux journalistes spécialisés d'avoir une documentation à la fois lisible et précise sur toutes les questions qu'ils peuvent se poser sur le formidable rendez-vous des années 2001 et 2002.. Ce document sera disponible dès demain sur le site internet de la Banque de France (www.banque-france.fr) et sera actualisé en permanence.

Je vous remercie de votre attention.