

## LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE VA-T-ELLE FAIRE PLONGER LA ZONE EURO ?

Jérôme CREEL et Éloi LAURENT  
Département des études

« C'est bien la pire des folies que de vouloir être sage dans un monde de fous »  
Érasme, *Éloge de la folie*.

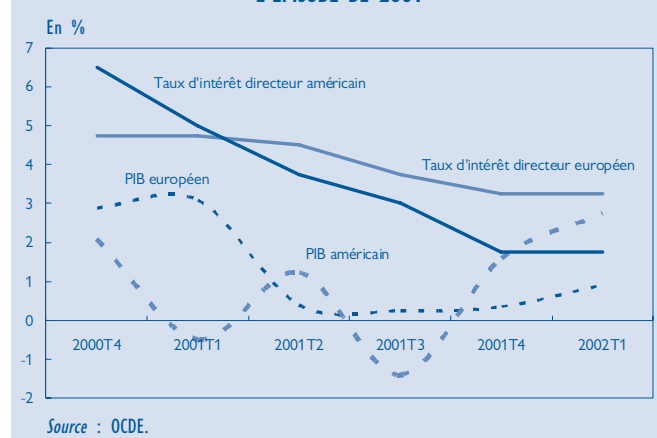
Mercredi 23 janvier 2008, en laissant fermement entendre que les taux d'intérêt ne baisseraient pas dans la zone euro, et ce pour « ancrer solidement les anticipations d'inflation », le Président de la Banque centrale européenne (BCE) a résolument pris le contre-pied de la stratégie poursuivie par la Réserve fédérale américaine qui avait la veille abaissé son taux directeur de 75 points de base. Les places européennes sont aussitôt reparties à la baisse et le spectre de la crise économique s'est rapproché un peu plus près de la zone euro.

Les crises économiques du capitalisme moderne sont rarement le fruit des seuls marchés. Pour qu'un choc financier se transforme en choc réel, il faut qu'aux erreurs et aux errements des places boursières et des systèmes bancaires s'ajoutent ceux des banques centrales, parmi lesquels le défaut d'anticipation et l'obstination sont les plus préjudiciables.

Si, en 2001, le pire a été évité en Europe, le coût économique du biais dogmatique européen fut alors élevé. En retardant la baisse de ses taux d'intérêt alors que l'économie ralentissait manifestement, la BCE a plongé la zone euro dans une période prolongée de croissance molle dont elle n'est vraiment sortie qu'en 2006. Au même moment, grâce à une baisse franche et préventive de ses taux d'intérêt, la Réserve fédérale permettait à l'économie américaine de renouer avec une croissance vigoureuse de 3 % en rythme annuel, un an à peine après une première chute trimestrielle du PIB (graphique 1).

La situation économique est sans doute encore plus grave aujourd'hui. Et la BCE n'a plus l'excuse, ni de sa jeunesse et par conséquent d'une crédibilité à affirmer, ni d'un taux de change faible aux effets inflationnistes. Non seulement la politique annoncée et poursuivie par la BCE nous paraît erronée, comme elle le fut en 2001, mais elle semble en outre incohérente.

GRAPHIQUE I : TAUX D'INTÉRÊT ET TAUX DE CROISSANCE DU PIB, L'ÉPISODE DE 2001



### Trois erreurs

#### Erreur n°1 : le risque d'inflation est plus fort que le risque de ralentissement économique

La ligne dure défendue par la BCE repose sur la conviction que la zone euro va échapper à ce que le FMI a appelé le « ralentissement global » de 2008. C'est ce qui fonde sa croyance dans la pérennité des pressions inflationnistes qu'elle perçoit, pressions dont on voit mal comment elles survivraient à un ralentissement marqué de l'activité. Cette croyance de la BCE en une croissance européenne « robuste », voire « significative », apparaît pourtant en net décalage avec les données disponibles et l'analyse que l'on peut en faire. Il semble au contraire tout à fait probable que la zone euro verra sa croissance, modérée en 2007, ralentir en 2008.

Le facteur externe qui pousse au ralentissement combine la probabilité d'une récession américaine et d'un ralentissement marqué de la croissance au Royaume-Uni, conjuguées à une nouvelle appréciation de la valeur de l'euro. Les États-Unis et le Royaume-Uni sont les deux premiers partenaires commerciaux de la zone euro et représentent à eux seuls près du tiers du commerce hors-zone euro. Or, alors que le commerce extérieur européen semblait résister à l'euro « fort », son solde (toujours positif) s'est sensiblement dégradé en novembre 2007, se réduisant plus que de moitié par rapport au niveau atteint en octobre 2007. L'espoir, exprimé à Francfort, de voir la demande des pays émergents pallier le ralentissement des pays développés risque d'autant moins d'être exaucé que l'euro pénalise les exportations européennes.

Mais il existe surtout des facteurs internes qui compromettent la croissance européenne, pour certains en lien avec la crise financière mondiale. À des degrés divers de gravité, les quatre principaux pays représentant 80 % du PIB de la zone euro donnent des signes de faiblesse de plus en plus évidents. Selon les prévisions concordantes des institutions internationales, la croissance espagnole va se réduire d'un point entre 2007 et 2008 sous l'effet d'une crise immobilière aiguë. La croissance italienne vient d'être significativement abaissée pour cause de crise du crédit et ne devrait pas excéder 1 % en 2008. Les croissances française et allemande, sans cesse revues à la baisse par les gouvernements, ne dépasseront pas quant à elles, dans le meilleur des cas, 2 % en 2008.

Dans ces conditions, le risque de ralentissement économique de la zone euro pour 2008 est avéré et le risque d'inflation l'est d'autant moins. Il faudrait donc dès à présent réduire les taux d'intérêt plutôt que de songer à les augmenter ou à les maintenir en l'état.

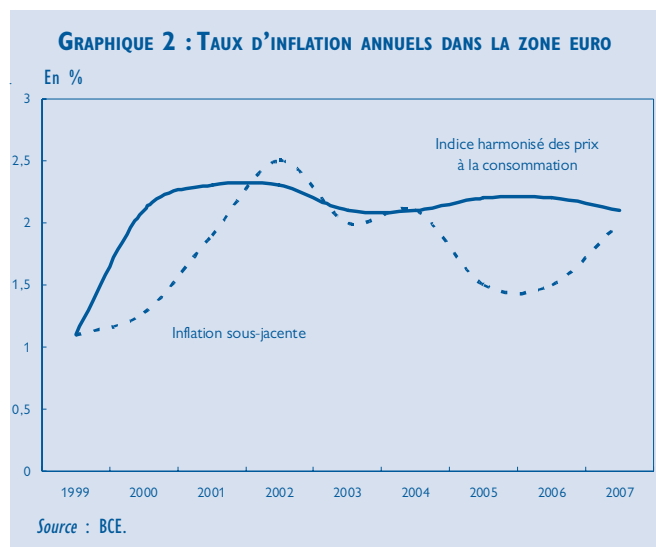
## Erreur n° 2 : l'inflation européenne flambe sous l'effet de l'inflation des matières premières

Les mois de novembre et de décembre 2007 ont effectivement vu s'élever l'inflation en glissement annuel à un niveau proche de 3,1 % (dépassé une seule fois au cours des dernières années, en mai 2001), soit largement au-dessus de l'objectif d'inflation de la BCE, « en-dessous mais proche » de 2 %. Pour autant, l'objectif de la BCE est défini en moyenne annuelle, et celle-ci pour 2007 atteint 2,1 %. C'est en réalité la meilleure performance de la BCE depuis 2000 (graphique 2).

La hausse des prix a cependant persisté en janvier 2008 (3,2 %), mais sans accélérer, alors même que le mouvement de baisse du taux de chômage perd désormais de sa vigueur. Certes, l'inflation sous-jacente progresse entre 2006 et 2007 (en réalité à partir d'octobre 2007), mais dans des proportions bien moindres qu'entre 1999 et 2002 et demeure stable par rapport à son niveau de 2003. Or, cette hausse intervient après deux années, 2005 et 2006, au cours desquelles les prix des matières premières (alimentaires et énergétiques) ont explosé, mais sans effet notoire sur l'inflation globale, celle-ci se maintenant à 2,2 % au cours de cette période pour... baisser en 2007, tandis que l'inflation sous-jacente est demeurée stable à 1,5 %, soit un écart entre les deux mesures de 0,7 point, quasiment identique à celui observé en novembre et décembre 2007 (0,8 point).

Outre une dépendance énergétique européenne bien moins grande que par le passé, l'explication de cette absence de contagion inflationniste tient à ce que la zone euro est un grand

pays développé. Comme le confirme une étude empirique parue dans le rapport annuel du FMI d'octobre 2007, l'inflation des produits alimentaires touche avant tout les pays émergents. L'inflation qu'alimente leur développement est donc surtout un problème pour les pays émergents eux-mêmes, ce qui explique que les pays en question, au premier rang desquels la Chine, prennent des mesures vigoureuses pour lutter contre leur propre demande. Ainsi, le FMI estime-t-il que la contribution à l'inflation de l'impact direct de la hausse des produits alimentaires a été de 14,2 % pour les pays développés entre 2000 et 2006 et serait de 18,4 % en 2007. En comparaison, cette même contribution a été de 34,1 % entre 2000 et 2006 pour l'Asie émergente et elle serait de 55,9 % en 2007.

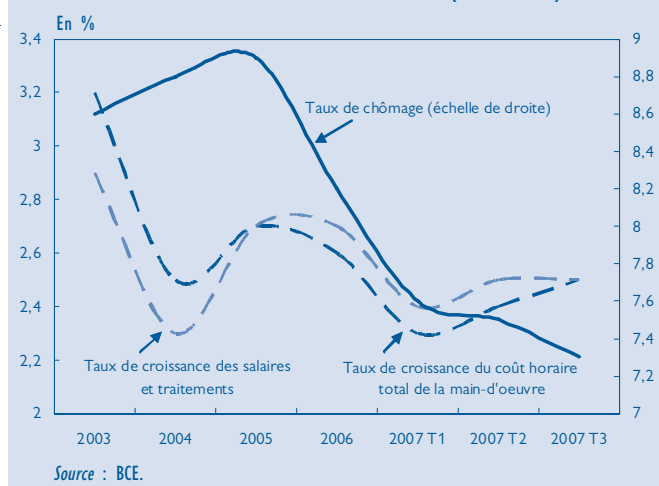


## Erreur n° 3 : les salaires progressent à un rythme inquiétant et ne doivent pas s'ajuster à l'inflation temporaire du premier semestre 2008

L'argument de la préservation du pouvoir d'achat des salariés européens invoqué par le Président de la BCE dans sa conférence de presse de janvier pour justifier ses menaces de hausse de taux d'intérêt en cas de rattrapage salarial a quelque chose de surréaliste. Un des membres du Conseil des gouverneurs a d'ailleurs recadré le propos peu après : il s'agit en fait de demander fermement aux salariés européens de consentir une perte temporaire de pouvoir d'achat, en modérant leurs exigences salariales, par crainte « d'effets de second tour » aptes à enclencher la fameuse « boucle prix-salaires ». Le raisonnement sous-jacent veut que la stabilité des prix préserve le pouvoir d'achat des salariés dès lors que la productivité du travail ne progresse que faiblement dans la zone euro.

En réalité, les coûts du travail, et en leur sein, les salaires, demeurent très modérés dans la zone euro en dépit d'un marché du travail qui s'améliore sensiblement depuis 2005. On le voit sur le graphique 3, le chômage diminue sans que les salaires n'augmentent tendanciellement. Par ailleurs, la croissance des salaires est demeurée constante aux deuxième et troisième trimestres 2007, ne générant donc aucune pression inflationniste et témoignant du fait que les salariés ont d'ores et déjà subi une perte de pouvoir d'achat. Pour que celle-ci soit effectivement temporaire, c'est un rattrapage salarial qui s'impose, et non une nouvelle modération.

**GRAPHIQUE 3 : CHÔMAGE, COÛTS HORAIRES DE LA MAIN-D'ŒUVRE ET COÛTS SALARIAUX DANS LA ZONE EURO (2003-2007)**



On peut envisager différentes hypothèses pour comprendre cette « reprise sans salaire » européenne. La plus vraisemblable combine la dynamique démographique et la nature des emplois créés au cours des années 2000. Il faut d'abord moins d'emplois nouveaux pour compenser les entrées nettes sur le marché du travail. Qui plus est, les réformes de libéralisation du marché du travail entreprises à partir de la fin des années 1990 dans la zone euro ont permis d'abaisser sensiblement le taux de croissance nécessaire à la création d'emplois. Au total, il faut désormais un taux de croissance plus faible pour faire baisser le chômage. Pour autant, les nouveaux emplois sont majoritairement « atypiques » (temporaires, voire occasionnels, à temps partiel, ou informels) et ne s'accompagnent pas d'une hausse sensible des revenus salariaux. Dès lors, la baisse du chômage dans la zone euro ne se révèle pas inflationniste.

L'argument souvent mobilisé par la BCE selon lequel la productivité du travail européenne serait trop faible pour envisager des augmentations salariales mérite examen à la lumière de cette dynamique. Le Président de la BCE souligne en effet régulièrement, pour s'en féliciter, à juste titre, que 13 millions d'emplois ont été créés depuis le lancement de l'euro, mais déplore aussitôt la faiblesse de la productivité du travail. On touche là à la contradiction majeure de la stratégie de Lisbonne, qui pense pouvoir refuser d'arbitrer entre élévation de la productivité et des taux d'emploi.

Au contraire des vues de la BCE, un rattrapage salarial paraît nécessaire dans la zone euro pour des raisons conjoncturelles et structurelles. Les déterminants majeurs de l'inflation sont aujourd'hui le prix de l'énergie, et plus généralement le prix des matières premières, ainsi que les loyers et les transports. Parallèlement, certains biens et services voient leurs prix diminuer, c'est le cas des équipements multimédia, des voyages touristiques et des gros appareils ménagers. Or, les baisses qui limitent l'augmentation des indices de prix à la consommation dans les pays européens ne touchent pas de la même manière les ménages selon leur niveau de vie : les ménages les moins aisés subissent de plein fouet l'augmentation des prix qui grève leur capacité de consommation, mais ne profitent que marginalement des baisses. Il n'est pas étonnant qu'il en résulte, selon les classes sociales, une différence de perception de l'évolution des prix. Et on voit mal au nom de quoi les salariés européens, en particulier

les plus modestes, devraient accepter une perte supplémentaire de pouvoir d'achat dès lors que l'on n'observe pas de tension salariale sur le marché du travail. S'ajoute le fait que, selon les chiffres de l'OCDE, la part des salaires a reculé de 5 points depuis deux décennies dans le PIB marchand de la zone euro, alors qu'elle a progressé par exemple aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et en Suède. Un rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée et un rattrapage salarial seraient donc justes. Ils s'avèreraient également efficaces dans un contexte de ralentissement économique, comme on l'a vu, sans tension inflationniste interne.

## Deux incohérences

### Incohérence n°1 : le taux d'intérêt et le taux de change doivent être tous deux mobilisés pour lutter contre l'inflation

La grande différence entre le contexte actuel et la situation de 2001 est, rappelons-le, le niveau du taux de change de l'euro. La menace d'action monétaire préventive ou le maintien du *statu quo* envisagés par la BCE pour freiner l'inflation fait en effet peu de cas de l'appréciation considérable de l'euro depuis 2002, qui sert d'ores et déjà les visées désinflationnistes européennes.

Certes, dans un régime de change flottant comme celui qui lie l'euro aux grandes monnaies du monde, il est illusoire d'imaginer qu'une banque centrale contrôle parfaitement le taux de change. Mais comment ne pas voir que le taux de change de l'euro est devenu un instrument intermédiaire dans la stratégie monétaire de la BCE ?

Rappelons à ce sujet que lorsque l'euro, peu après son lancement, s'est fortement déprécié par rapport au dollar américain, les gouvernements européens et la BCE s'étaient coordonnés avec leurs homologues américains, britanniques, japonais et canadiens, pour tenter d'en enrayer la chute. Aussi, lorsque l'euro se déprécie, il est jugé trop bas et une intervention de change finit par s'imposer. La réaction monétaire révèle donc, en creux, la politique de change européenne. Lorsque l'euro s'apprécie, comme il l'a fait presque sans interruption depuis 2002, son niveau n'est généralement pas jugé trop élevé : nulle intervention massive de change n'est envisagée, nulle coordination internationale ne se profile à l'horizon. Si la BCE ne réagit pas, c'est que la surévaluation de l'euro satisfait son objectif de stabilité des prix : un euro trop bas stimule l'inflation importée et doit être redressé ; mais, vu de Francfort, l'euro n'est jamais trop haut.

Car l'appréciation de l'euro est triplement anti-inflationniste. En premier lieu, elle réduit le prix des biens importés exprimés en euros, notamment le prix des matières premières. Cependant, cet effet n'est pas le plus important pour les entreprises, car la place prise par les biens importés dans leurs coûts est faible comparée aux coûts salariaux et du capital. En deuxième lieu, l'appréciation de l'euro nuit à la compétitivité-prix des produits européens à l'exportation, et génère donc une baisse de la demande adressée à la zone euro. Cette perte de compétitivité est bien réelle, même si l'on pense que les entreprises européennes peuvent vouloir la compenser par une baisse de leurs marges. En tout état de cause, cet ajustement n'est possible que jusqu'à un certain point : une profitabilité nulle. Il produit, en

outre, une chute immédiate du profit qui grève les capacités d'investissement des entreprises, autrement dit leur compétitivité future. Compte tenu de l'ampleur de l'appréciation de l'euro et des efforts d'ores et déjà consentis par les entrepreneurs européens pour faire face à la désinflation compétitive allemande, les marges de manœuvre des entreprises sont aujourd'hui presque nulles. En dernier lieu, face aux revendications salariales, les entrepreneurs ont beau jeu d'opposer la perte de compétitivité due à la montée de l'euro, voire de menacer de délocaliser leur activité : les risques de voir les salaires fortement augmenter se réduisent d'autant. L'euro, tel qu'il est géré aujourd'hui, joue parfaitement son rôle de ce point de vue : par la perte de compétitivité externe qu'il induit, il fait pression à la baisse sur les sources internes d'inflation, les salaires.

L'incohérence du raisonnement de la BCE ne va faire que prendre de l'ampleur au fil des baisses successives des taux d'intérêt américains. L'attentisme de la BCE va en effet renforcer le différentiel de taux d'intérêt avec les États-Unis, amplifier l'appréciation de l'euro, qui va simultanément accroître le risque de faire plonger la zone euro dans un ralentissement prolongé d'activité tout en contenant la menace inflationniste.

## Incohérence n° 2 : l'indépendance de la banque centrale doit être absolue en matière monétaire, mais elle s'arroge le droit de s'immiscer dans la politique sociale des États

L'impérialisme institutionnel de la BCE ne semble pas connaître de limite. Il lui revient de droit la conduite exclusive de la politique monétaire. Elle s'est attribuée de fait la politique de change, pourtant, en principe, compétence partagée avec le Conseil. À ce double titre, elle conteste le droit des responsables de la zone euro à porter un jugement sur le niveau des taux d'intérêt et sur celui du taux de change et va jusqu'à réclamer officiellement une « discipline verbale » aux États membres de la zone euro en contrepartie de leur appartenance à la monnaie unique.

Comment expliquer alors que la BCE cumule cette indépendance monétaire absolue avec un interventionnisme social quasi permanent ? Car il s'agit bien, dans les faits, de dicter aux nations européennes leurs choix sociaux quand le Président de la BCE prétend fixer lui-même la progression des salaires pour la prescrire publiquement aux organisations syndicales. Le Traité de Rome est pourtant parfaitement clair sur la garantie de la souveraineté sociale des États membres de l'Union européenne. Si la BCE veut que son indépendance monétaire soit respectée, elle doit, en contrepartie, respecter l'autonomie des modèles sociaux nationaux dont les négociations salariales sont l'émanation.

## L'épreuve de vérité

La BCE ne peut rien à la demande des pays émergents en matières premières, mais beaucoup à l'activité européenne. Si elle se persuade du contraire, la « stagflation soft » que la zone euro va traverser dans la première moitié de l'année 2008 peut dégénérer en ralentissement durable. Il est encore temps pour la BCE de s'amender, en baissant graduellement ses taux d'intérêt dès le 7 février, et, surtout, en reconnaissant explicitement son changement d'orientation monétaire. La BCE doit rattraper d'urgence le retard qu'elle a pris faute de lucidité, sans quoi celui-ci deviendra, comme en 2001, un déficit durable de croissance. Mais la responsabilité de la BCE n'est pas la seule engagée, loin s'en faut.

La situation actuelle met clairement les responsables politiques européens devant les insuffisances préoccupantes du gouvernement de leur économie. Face à la possibilité d'une crise grave, la coordination des politiques européennes fait pâle figure. Elle se résume pour l'instant, sur le plan monétaire, à la menace que la banque centrale adresse sur la place publique aux syndicats, et, à travers eux, aux salariés et, au plan budgétaire, aux sermons que la Commission européenne fait, sans grande conviction, aux gouvernements nationaux sur l'état de leurs finances publiques ■

### Tarifs 2008

	France	Étranger *
<b>Revue de l'OFCE</b>		
Tarif normal (institutions et entreprises)	82,00 €	92,00 €
Tarif réduit (particuliers)	54,00 €	64,00 €
Tarif étudiant **	42,00 €	
Prix du numéro ***	20,00 €	
<b>Lettre de l'OFCE</b>		
Tarif normal (institutions et entreprises)	41,00 €	45,00 €
Tarif réduit (particuliers)	24,00 €	28,50 €
Tarif étudiant **	22,50 €	
Prix du numéro ***	4,20 €	
<b>Jumelé (Revue et Lettre)</b>		
Tarif normal (institutions et entreprises)	109,00 €	122,00 €
Tarif réduit (particuliers)	71,00 €	85,00 €
Tarif étudiant **	55,00 €	

\* Demande d'expédition par avion : 35,00 € en sus.

\*\* Joindre la photocopie de la carte étudiant.

\*\*\* Frais d'expédition : 3,35 € ; par avion 5,34 €.

Commande : [www.abonnementsciencespo.fr](http://www.abonnementsciencespo.fr) et [www.ofce.sciences-po.fr](http://www.ofce.sciences-po.fr)