

Le rôle de la Banque centrale européenne va progressivement monter en puissance et à moyen terme, les taux d'intérêt en euro resteront bas. Le renforcement de la concertation entre États membres devrait permettre d'éviter les turbulences sur les marchés.

# Des taux d'intérêt bas et peu volatils



Gérard Maarek  
Responsable des études  
économiques et bancaires  
Caisse nationale de Crédit agricole

**A** moins de 400 jours de la naissance de l'euro, la question des taux d'intérêt qui seront pratiqués sur la nouvelle monnaie européenne n'est en rien théorique. La courbe des rendements relative au franc ou au deutschemark reflète dès à présent les anticipations des opérateurs quant à la politique de la future banque centrale. Il n'est donc pas inutile de décrire le contexte dans lequel celle-ci inscrira son action, non seulement en 1998 et 1999, mais aussi à moyen terme.

## A court terme, préparer l'entrée en scène de la BCE

Dans les mois qui viennent, on verra progressivement les logiques nationales qui président encore à la fixation des taux monétaires faire place à une logique proprement communautaire. La dernière hausse, probablement déclenchée par le Bundesbank mais suivie par les pays du cœur de l'Europe, relève déjà de motivations ambiguës. Ni en Allemagne, ni en France, la situation conjoncturelle n'appelait de façon urgente une hausse des taux directeurs. La poussée d'inflation enregistrée outre-Rhin – l'indice est passé au-dessus de 2 % l'an pendant un seul mois – n'avait rien d'inquiétant. Elle était largement imputable à des augmentations de prix administrés (ticket modérateur sur les prestations maladie, tarifs postaux...). L'appréciation du dollar, notable au cours de l'été, avait entraîné un alourdissement du prix des biens importés. Mais l'un comme l'autre, ces mouvements étaient réversibles. Ce que la suite des événements a parfaitement démontré : le dollar a reflué et les prix administrés sont rentrés dans leur lit. En France, l'inflation, sans avoir jamais dépassé 1,7 % en 1997, est revenue au voisinage de 1 %.

Plus fondamentalement, l'absence de tensions sur le marché du travail éloigne toute éventualité d'accélération des salaires. Leur progression s'inscrit sur des rythmes de 2,5 % en France et de seulement 1,5 % en Allemagne. Or, on ne peut parler d'inflation « ouverte » que lorsque s'engage une course entre prix et salaires, sur fond d'anticipations déjà bien ancrées. Cette menace paraît bien lointaine aujourd'hui.

La frappe monétaire décidée par les banques centrales continentales s'explique donc davantage par leur volonté de préparer, sans solution de continuité, l'avènement de la future banque centrale européenne (BCE). Celle-ci devra régler son comportement sur la situation conjoncturelle de l'Union européenne prise comme un tout. Il se trouve qu'en moyenne l'Europe va mieux que la France et l'Allemagne. L'inflation y est un peu supérieure, mais surtout les tensions sur les capacités de production y sont plus perceptibles. L'Espagne connaît une reprise brillante, qui se traduit par une croissance du PNB au-dessus de 3,5 % l'an. De nombreux petits pays, Finlande, Irlande, Pays-Bas, Danemark, Portugal, connaissent une situation plus florissante que la nôtre. Leur avance dans le cycle est incontestable. La future zone euro requiert donc dès aujourd'hui, et a fortiori dans le courant de 1998, une politique monétaire plus restrictive que celle mise en œuvre jusqu'ici en Allemagne. Il n'est pas absurde de parier sur un taux à trois mois, sur les créances en euro, supérieur à 4 % au début de 1999.

Ce taux cible n'est en aucune manière le barycentre des taux constatés ici et là, même s'il se rapproche de la moyenne (pondérée par les PNB) constatée actuellement, soit 4,3 %.

La BCE n'aura pas à rechercher de tels compromis, mais à fixer le taux idoine pour l'ensemble de la zone.

Chemin faisant, on prend conscience des difficultés que soulève une gestion monétaire unifiée dans un espace économique où le synchronisme des conjonctures n'est pas assuré. Trop laxiste pour certains pays, l'Espagne ou l'Irlande demain, le réglage monétaire risque d'apparaître trop restrictif pour d'autres, la France ou l'Allemagne. L'arme budgétaire sera donc a priori davantage sollicitée pour réguler la demande intérieure de chacun des pays participants. Ce dans les limites autorisées par le Pacte de stabilité. Mais comme aujourd'hui les déficits publics de la plupart des pays participants sont contenus à grand peine dans la limite des 3 % de leur PNB, le réglage budgétaire, qui sera adopté collectivement en 1999, risque de comporter un biais restrictif. Un minimum de concertation sera nécessaire.

## A moyen terme, une politique monétaire rassérénée

La dynamique des taux d'intérêt va être commandée par le comportement de la BCE, la nature des objectifs qu'elle se donnera, mais aussi par sa relation à la politique budgétaire.

On dispose de quelques indications à ce sujet, à compléter par quelques hypothèses raisonnables.

Le traité de Maastricht postule que la stabilité des prix intérieurs devra être l'unique objectif final de la BCE (art. 105). Sur ce point, il confirme la norme imposée depuis l'origine à la Bundesbank, et plus récemment aux autres banques nationales devenues indépendantes. L'autonomie de la BCE à l'égard du pouvoir politique, le caractère collégial de son fonctionnement garantissent la continuité de son action. Les marchés lui accorderont donc a priori un préjugé favorable quant à son engagement à lutter contre toute résurgence de l'inflation.

On devrait voir en principe la volatilité des taux courts diminuer à l'avenir. Et ce pour de multiples raisons. Le milieu économique sera moins favorable à la propagation et à l'amplification des chocs inflationnistes. Dans l'Europe unifiée, les pratiques anti-concurrentielles seront plus sévèrement réprimées, le marché du travail sera devenu plus flexible, toute forme d'indexation sera bannie. La performance en matière d'inflation devrait être plus proche de celle de l'Allemagne que de celle des pays latins.

La source même des chocs inflationnistes sera presque tarie. Le degré d'ouverture sur l'extérieur de l'Union européenne est de 11 %, bien moindre donc que celui de chacun des pays membres, un peu inférieur à celui des États-Unis. Les hausses du prix des produits importés verront donc leurs effets sur les prix intérieurs amortis. Les chocs financiers spéculatifs affectant le taux de change de l'euro contre le dollar seront

moins à redouter que ceux qui frappaient le mark ou le franc contre l'ensemble des autres monnaies. C'est pourquoi la BCE adoptera probablement un « style » de politique monétaire plus détendu que celui de la Banque de France ou de la Banque d'Italie, voire de la Bundesbank. L'Institut monétaire européen a déjà annoncé la couleur (1). Le taux de change de l'euro ne saurait constituer ni l'objectif final, ni l'objectif intermédiaire de la politique monétaire. A tout prendre, la future BCE pourrait se contenter de viser directement un objectif d'inflation domestique ; la masse monétaire, l'endettement intérieur, mais aussi le prix des actifs ou les salaires figureraient dans un tableau de bord permettant d'anticiper l'apparition de tensions inflationnistes.

### Dynamique des taux d'intérêt (1960-1997)

En %	Allemagne	France	Italie	États-Unis
(1) Taux 10 ans	7,39	9,15	10,37	7,28
(2) Taux 3 mois	6,14	8,13	9,96	6,79
Écart (1)-(2)	1,25	1,02	0,40	0,49
Volatilité des taux 3 mois (Écart-type des variations mensuelles)	0,47	0,53	0,62	0,64

L'autre source de chocs inflationnistes réside dans l'action des gouvernements, trop souvent dictée par des considérations de court terme, à connotation électorale. La « muraille de Chine » instituée par le traité de Maastricht sera-t-elle une protection suffisante pour le Système européen des banques centrales ? Le Pacte de stabilité empêchera-t-il les comportements déviants ? Le processus politique aura-t-il en tout temps et en tout pays la sagesse nécessaire ? Il est trop tôt pour le dire. Il serait naïf de le croire.

## Réduire encore les risques politiques

Une courbe des taux plus basse, plus pentue en moyenne que celle observée sur le franc, allant pour fixer les idées de 4,5 à 6 % entre ses points extrêmes, devrait donc prévaloir dans les situations courantes. Les fluctuations du segment court, elles-mêmes limitées, se répercutant modérément sur le segment long. On ne peut exclure cependant que des situations de crise ici ou là n'ouvrent des *spreads* substantiels entre émetteurs souverains. Moins probable paraît l'hypothèse d'un édifice qui se lézarderait au point de faire renaître une prime de risque sur tous les papiers en euro. Après la convergence économique, après la convergence monétaire, la construction d'une Europe politique serait sûrement le meilleur moyen d'éviter de semblables turbulences... ■

(1) Cf. Rapport de l'IME « The single monetary policy un stage III », janvier 1997.