Flash
Economie

N° 10
2 août 2024

Les débats théoriques autour de la politique monétaire de la BCE

Nous passons ici en revue les principaux débats théoriques qui concernent la politique monétaire de la BCE. Il s'agit :

- de la pertinence d'un objectif d'inflation de 2% alors que l'inflation risque d'être durablement plus forte et que l'importance des besoins d'investissement (pour la transition écologique, pour la relocalisation des industries stratégiques) conduit à désirer des taux d'intérêt réels faibles ;
- du poids de l'objectif de stabilité financière qui est aujourd'hui faible comme le montrent les hausses excessives répétées des prix des actifs et la hausse constante du taux d'endettement ;
- de l'irréversibilité probable des politiques de création monétaire par le quantitative easing ;
- de l'existence ou non de mécanismes de dominance fiscale, c'est-à-dire du degré de prise en compte de la nécessité d'assurer la soutenabilité de la dette publique dans les décisions de politique monétaire ;
- de la pertinence de l'introduction de mécanisme incitatifs liés à la transition énergétique dans les instruments de la politique monétaire, par exemple une différenciation des créances « brunes » et des créances « vertes » pour les taux d'intérêt des opérations de refinancement ;
- de la possibilité que la BCE reste indépendante si elle doit coordonner sa politique à d'autres politiques économiques (politique budgétaire, politiques environnementales ...) ;
- et bien sûr, de l'efficacité de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation.

Au total, la difficulté la plus grande sera de concilier la possibilité d'investir beaucoup plus avec la défense de la stabilité financière et d'une inflation faible.

Patrick Artus

@PatrickArtus

Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

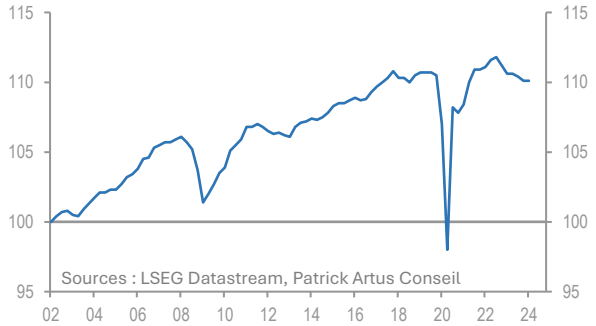
Premier débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : la pertinence d'un objectif d'inflation à 2%

Le problème apparaît **si l'inflation est spontanément supérieure à 2% dans le futur** (**Graphique 1a**), ce qui peut être le cas avec le coût de la transition énergétique (hausse de l'amortissement du capital, intermittence de la production des énergies renouvelables), avec le vieillissement démographique, avec la stagnation depuis 2017 de la productivité (**Graphique 1b**).

Graphique 1a
Zone euro : inflation (IPCH, GA en %)



Graphique 1b
Zone euro : productivité par tête (100 : 2002.T1)



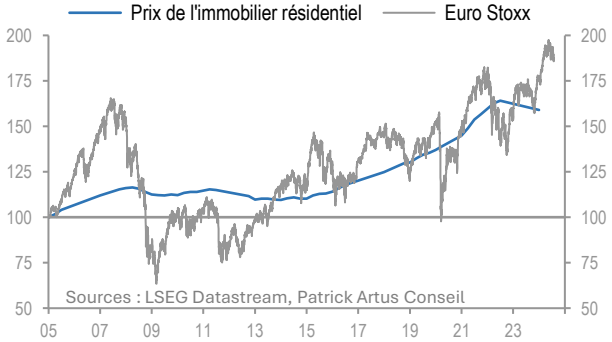
Si l'inflation est spontanément supérieure à 2% dans le futur, ramener l'inflation à 2% exigera la mise en place de taux d'intérêt réels élevés, ce qui est incompatible avec la réalisation des investissements nécessaires pour la transition énergétique. Relever l'objectif d'inflation éviterait cet inconvénient majeur.

Deuxième débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : le poids de l'objectif de stabilité financière

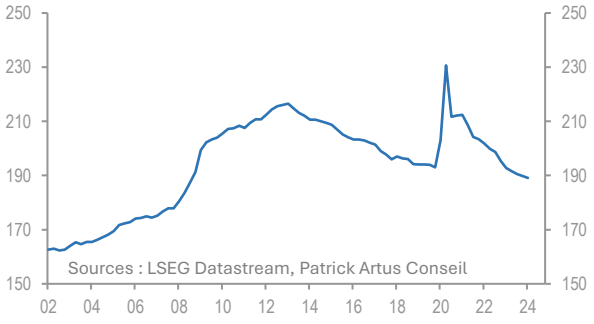
La politique monétaire a normalement deux objectifs : assurer la stabilité des prix et assurer la stabilité financière.

On peut regretter qu'elle ait délaissé le second objectif comme le montrent **les hausses répétées des prix des actifs** (**Graphique 2a**), **ou la hausse du taux d'endettement global** (**Graphique 2b**).

Graphique 2a
Zone euro : prix de l'immobilier résidentiel et Euro Stoxx
(100 : 01.01.2005)



Graphique 2b
Euro zone : dette totale (des ménages, des entreprises et des administrations publiques, en % du PIB)



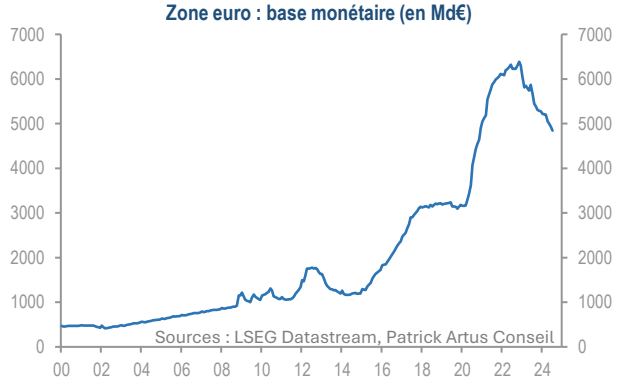
Le problème est le conflit d'objectifs qui apparaît très souvent entre la stabilité des prix et la stabilité financière : maintenir la stabilité financière exigerait le plus souvent de monter les taux d'intérêt plus que ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité des prix.

La solution est probablement un usage plus intense des politiques macroprudentielles : ajustement des ratios des réserves obligatoires ou du capital exigé des banques, utilisation plus stricte des normes d'endettement maximal, taxation des plus-values en capital lorsque les prix des actifs augmentent trop rapidement.

Troisième débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : l'irréversibilité des politiques de quantitative easing.

On a réalisé que, à diverses reprises, après une période de quantitative easing, **la création de monnaie de banque centrale qui a été réalisée pendant le quantitative easing a subsisté en grande partie dans la période de reprise de la croissance** (**Graphique 3a**).

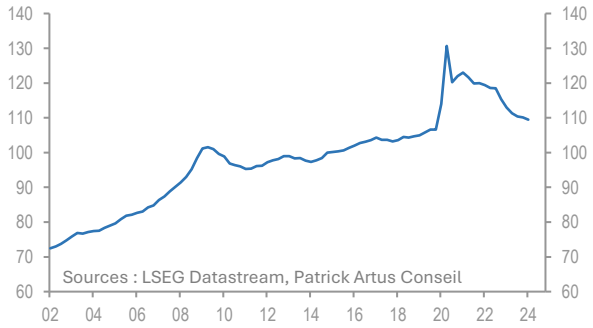
Graphique 3a
Zone euro : base monétaire (en Md€)



Cela résulte de la volonté des banques centrales d'éviter le recul des prix des actifs, en particulier des actifs illiquides, qui serait associé à une correction forte à la baisse de l'encours de monnaie de banque centrale.

Cette irréversibilité entraine l'irréversibilité de la masse monétaire créée pendant le quantitative easing (**Graphique 3b**), et génère **un biais durable à la hausse des prix des actifs et un biais durable à la baisse des taux d'intérêt à long terme** : plus souvent ce biais est apparu dans le passé, plus il est probable que des bulles sur les prix des actifs persistent.

Graphique 3b
Zone euro : Masse monétaire (M3, en % du PIB)



L'utilisation du quantitative easing est donc incompatible avec la recherche de la stabilité financière.

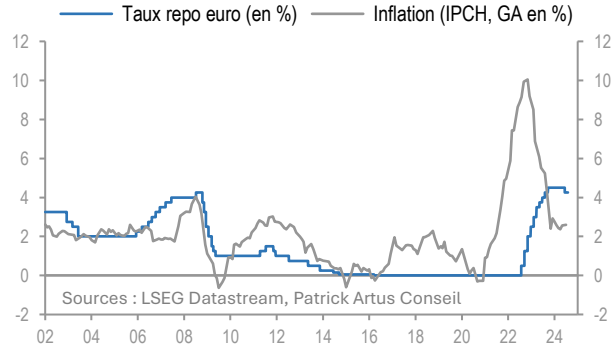
Quatrième débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : y a-t-il dominance fiscale ?

La dominance fiscale est **une situation où la banque centrale est contrainte d'assurer la soutenabilité de la dette publique**.

On peut penser qu'il y a dominance fiscale si la politique monétaire autorise une inflation supérieure à l'objectif de la banque centrale pour stabiliser le taux d'endettement public.

Le **Graphique 4** montre que la seule période où on peut penser que la dominance fiscale est peut-être apparue est la période qui va de la mi-2021 à aujourd'hui.

Graphique 4
Zone euro : taux repo euro et inflation



Cinquième débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : l'introduction d'un objectif climatique dans les objectifs de la politique monétaire.

La BCE va probablement introduire un objectif climatique dans sa politique monétaire, peut-être sous la forme **d'un taux d'intérêt différent appliqué au refinancement de créances « vertes » et de créances « brunes »**, ou bien d'achats privilégiés de créances vertes.

Le débat porte sur la pertinence de l'utilisation de la politique monétaire pour orienter les choix de financement de l'économie, alors que ces choix peuvent être orientés probablement plus efficacement par d'autres politiques (prix du CO_2, subventions à la décarbonation ...).

Sixième débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : la possibilité que la BCE soit indépendante.

Une banque centrale peut en théorie être indépendante s'il n'y a pas de nécessité de coordonner la politique monétaire avec d'autres politiques publiques. C'est le cas par exemple s'il y a neutralité monétaire : la politique monétaire n'a d'influence à long terme que sur l'inflation, pas sur le niveau de production ou sur d'autres variables de l'économie réelle.

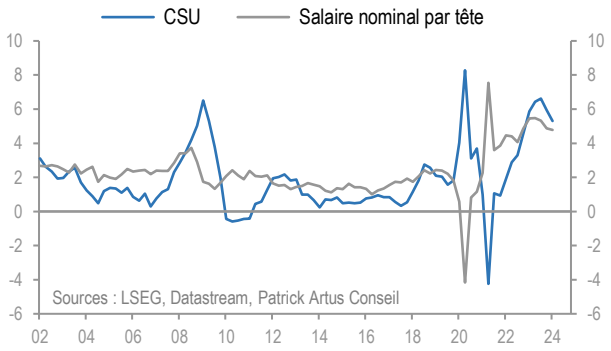
Cela conduit à réaliser qu'une banque centrale qui décide de la politique monétaire aussi pour soutenir l'investissement, en particulier l'investissement en transition énergétique, ou pour assurer la soutenabilité de la dette publique ne peut pas être indépendante, et qu'elle doit coordonner la politique monétaire avec les autres politiques publiques.

Septième débat théorique au sujet de la politique monétaire de la BCE : l'efficacité de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation.

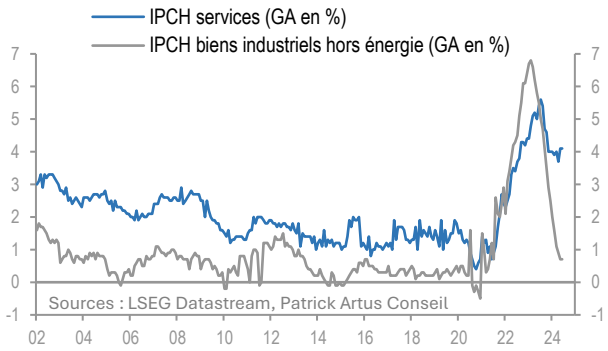
Les estimations faites par la BCE montrent que la politique monétaire plus restrictive qu'elle a menée depuis 2022 a réduit l'inflation présente de la zone euro de plus de 2 points. **Mais on peut douter de cette estimation, puisque** :

- les salaires et les coûts salariaux unitaires croissent toujours très rapidement (plus de 5% sur un an en ce qui concerne les coûts salariaux unitaires, **Graphique 5a**) ;
- les prix des services augmentent toujours de plus de 4% par an (**Graphique 5b**) ;
- et si les prix des produits industriels ont fortement ralenti (**Graphique 5b**), cela est dû au recul des prix des importations et des prix des matières premières industrielles (**Graphique 5c**).

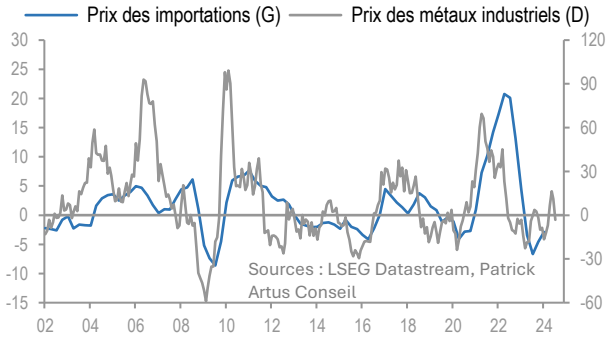
Graphique 5a
Zone euro : salaire nominal par tête et coût salarial unitaire (GA en %)



Graphique 5b
Zone euro : indices des prix à la consommation des services et des biens industriels hors énergie



Graphique 5c
Zone euro : prix des importations et des métaux industriels (GA en %)



Synthèse : quels conflits entre les objectifs de la politique monétaire ?

Nous avons examiné les débats théoriques qui portent sur différents aspects de la politique monétaire de la BCE :

- pertinence de l'objectif d'inflation à 2% ;
- poids à accorder à l'objectif de stabilité financière ;
- irréversibilité des politiques de quantitative easing ;
- existence de la dominance fiscale ;
- pertinence de l'inclusion d'objectifs climatiques dans la politique monétaire ;
- possibilité de conserver l'indépendance de la BCE ;
- efficacité de la politique monétaire pour lutter contre l'inflation.

Il est intéressant de s'interroger sur les conflits qui peuvent apparaître entre les différents objectifs de la politique monétaire.

Il est clair que l'objectif d'inflation et l'objectif d'investissement massif lié à la transition énergétique peuvent rentrer en conflit, particulièrement si l'objectif d'inflation de la BCE n'est pas relevé ; il en est de même entre l'objectif de stabilité financière (qui requiert une politique monétaire suffisamment restrictive) et l'objectif d'investissement massif (qui requiert une politique monétaire expansionniste provoquant la hausse des prix des actifs et des taux d'endettement).

Avertissement

Cette communication marketing et les informations contenues dans cette publication et toute pièce jointe sont exclusivement destinées à une clientèle composée de professionnels, de contreparties éligibles et d'investisseurs qualifiés.

Ce document et toute pièce jointe sont strictement confidentiels et ne peuvent être divulgués à un tiers sans l'accord écrit préalable de Patrick Artus Conseil. Si vous n'êtes pas le destinataire de ce document et/ou des pièces jointes, veuillez les supprimer et en informer immédiatement l'expéditeur.

Les prix de référence sont basés sur les cours de clôture (s'ils sont mentionnés dans ce document).

La distribution, la possession ou la remise de ce document dans, vers ou depuis certaines juridictions peut être restreinte ou interdite par la loi. Les destinataires de ce document sont tenus de s'informer de ces restrictions ou interdictions et de s'y conformer. Ni Patrick Artus Conseil ni aucune autre personne ne peut être considéré comme responsable vis-à-vis de quiconque en ce qui concerne la distribution, la possession ou la remise de ce document dans, vers ou à partir de n'importe quelle juridiction.

Ce document a été élaboré par Patrick Artus Conseil. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales visant à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. En conséquence, il n'y a pas d'interdiction de négocier en amont de sa diffusion.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation d'investissement personnalisée. Ils sont destinés à une diffusion générale et les produits ou services qui y sont décrits ne tiennent pas compte d'un objectif d'investissement spécifique, de la situation financière ou d'un besoin particulier d'un destinataire. Ce document et toute pièce jointe ne doivent pas être interprétés comme une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. En aucun cas, ce document ne doit être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction à toute personne ou entité.

Les prix et les marges sont donnés à titre indicatif et peuvent être modifiés à tout moment sans préavis en fonction, notamment, des conditions du marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne constituent pas un indicateur fiable et n'anticipent donc pas les résultats futurs. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses provenant d'un modèle quantitatif, qui représentent des événements futurs potentiels qui peuvent ou non se réaliser, et ne constituent pas une analyse complète de tous les faits importants concernant un produit. Les informations peuvent être modifiées ou retirées à tout moment sans préavis.

Les déclarations, hypothèses et prévisions contenues dans ce document reflètent le jugement de son (ses) auteur(s), sauf indication contraire, et ne reflètent pas le jugement d'une autre personne. Les informations contenues dans ce document ne doivent pas être considérées comme ayant été mises à jour à tout moment après la date indiquée sur la première page de ce document et la remise de ce document ne constitue pas une déclaration de la part de quiconque que ces informations seront mises à jour à tout moment après la date de ce document.

Patrick Artus Conseil ou toute autre personne ne saurait être responsable de toute perte financière ou de toute décision prise sur la base des informations divulguées dans cette présentation. En tout état de cause, il vous appartient de solliciter tout conseil interne et/ou externe que vous jugerez nécessaire ou souhaitable d'obtenir, y compris auprès de tout conseil financier, juridique, fiscal ou comptable, ou de tout autre spécialiste, afin de vérifier notamment que l'opération (le cas échéant) décrite dans ce document est conforme à vos objectifs et contraintes et d'obtenir une évaluation indépendante de l'opération, de ses facteurs de risque et de ses avantages.

Toutes les opinions exprimées dans ce rapport reflètent fidèlement les opinions personnelles de l'auteur concernant l'un ou l'autre des titres ou émetteurs concernés. Aucune partie de la rémunération de l'auteur n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement liée aux recommandations ou opinions spécifiques exprimées dans ce rapport. Les opinions personnelles des auteurs peuvent différer les unes des autres.