

La Réserve Fédérale et la BCE vont avoir des objectifs différents pour leur politique monétaire

On montre dans la littérature économique¹ que :

- les politiques monétaires discrétionnaires (la banque centrale choisit sa politique monétaire en réagissant au mieux de manière flexible à la situation économique) sont menées dans les périodes de ralentissement économique et d'incertitude forte ;
- qu'au contraire, les banques centrales suivent une règle de politique monétaire (une réaction qui est toujours la même à l'évolution de l'économie) dans les périodes où la politique monétaire doit être restrictive.

Aux Etats-Unis, le problème central de la Réserve Fédérale est l'inflation ; la Réserve Fédérale devrait donc suivre la règle usuelle de politique monétaire qui lie le niveau des taux d'intérêt à l'inflation.

Dans la zone euro, le problème central est la faiblesse de la croissance ; la BCE va donc abandonner sa règle habituelle de politique monétaire qui lie les taux d'intérêt à l'inflation et mener une politique discrétionnaire en adaptant le niveau des taux d'intérêt en fonction de l'évolution à court terme de la croissance. Il reste à se demander si, comme cela a été le cas dans le passé, la faiblesse de l'activité dans la zone euro va bien faire passer l'inflation en dessous de 2%.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

✕ @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.

(1) Bordo, M. D., Istrefi, K., & Martínez, H. (2024). *Rules vs. Discretion: Decoding FOMC Policy Deliberations* (No. w33262). National Bureau of Economic Research.

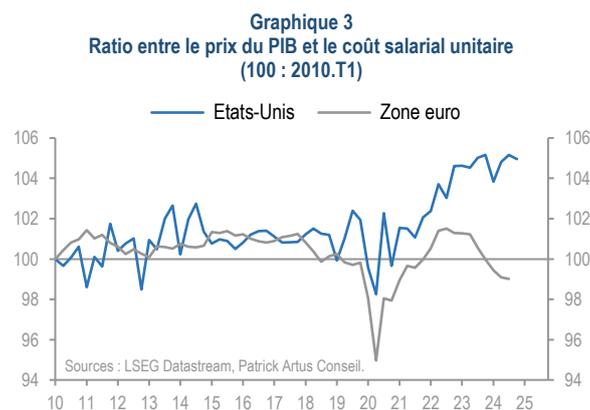
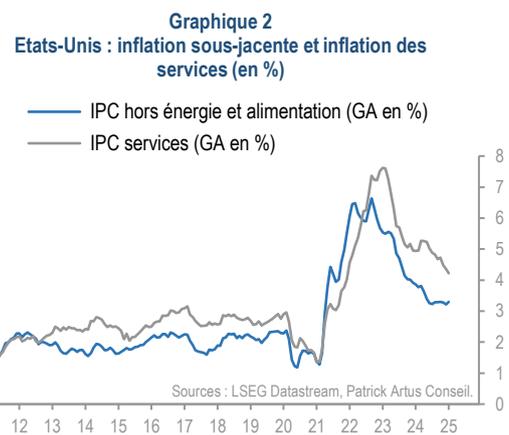
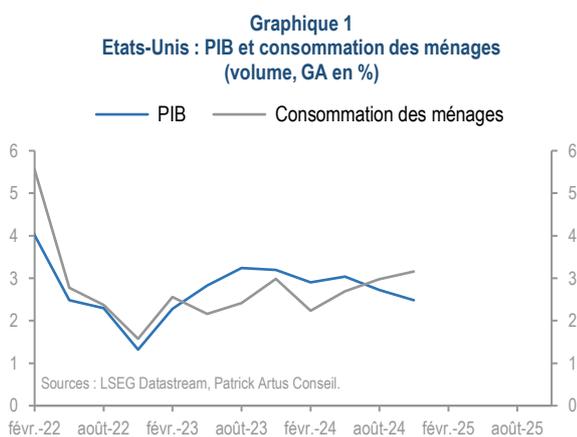
Un comportement conforme aux anticipations des banques centrales

On s'attend, et certains travaux de recherche confirment cette vue, à ce que les banques centrales aient deux **comportements possibles en fonction de ce qu'elles jugent être le risque le plus grand**.

- Si elles jugent que le risque le plus grand est le risque d'inflation, elles conservent leur règle normale de comportement qui est de lier la politique monétaire, le niveau des taux d'intérêt directeurs, à l'inflation.
- Si elles jugent que le risque le plus grand est le risque de ralentissement de la croissance, elles sortent de cette règle et adoptent une politique discrétionnaire de réaction de la politique monétaire à court terme en fonction de l'évolution de la croissance. On parle de politique discrétionnaire lorsque la banque centrale adapte son comportement à court terme en fonction de ses objectifs, sans tenir compte des règles normales de fixation des taux d'intérêt, et en prenant un risque avec sa crédibilité.

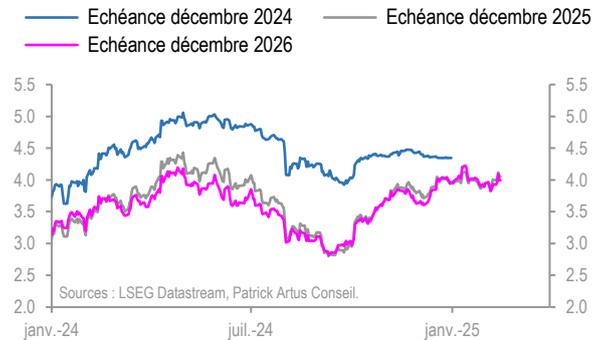
Le problème aujourd'hui de la Réserve Fédérale est la persistance de l'inflation, le problème de la BCE est la faiblesse de la croissance

1. La croissance des Etats-Unis est forte aujourd'hui (Graphique 1), tirée surtout par la consommation des ménages, alors que l'inflation est résiliente (le Graphique 2 montre l'inflation sous-jacente et la hausse des prix des services) spécialement dans les services, en raison en particulier de la hausse des marges bénéficiaires (Graphique 3).



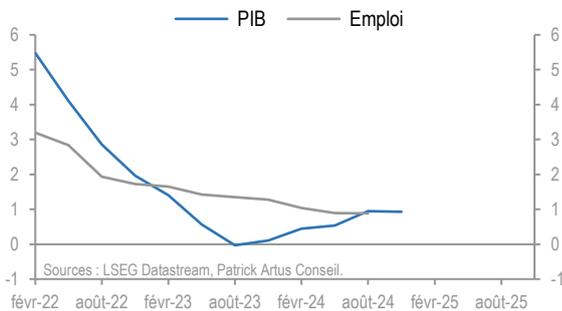
La Réserve Fédérale va donc utiliser **une règle de réaction des taux d'intérêt directeurs à l'inflation**, ce qui fait anticiper le maintien à un niveau assez élevé du taux des Fed Funds (au moins 4%), **Graphique 4**.

Graphique 4
Etats-Unis : contrats Eurodollar (3 mois)

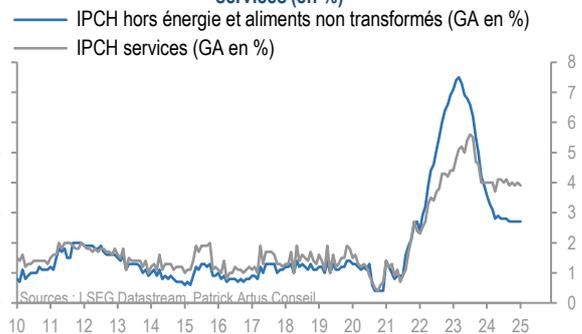


2. **Dans la zone euro, la croissance est très faible (Graphique 5), et l'inflation est résiliente** (le **Graphique 6** montre l'inflation hors énergie et aliments non transformés et la hausse des prix des services), en raison de **l'absence de gains de productivité (Graphique 7)** qui accroît la progression des coûts salariaux unitaires et qui maintient une **tension forte sur le marché du travail (Graphique 8)** puisque, même avec une croissance faible, l'emploi continue de progresser (Graphique 5).

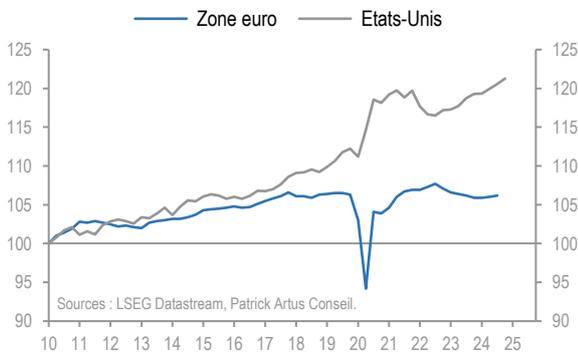
Graphique 5
Zone euro : PIB en volume et emploi (GA en %)



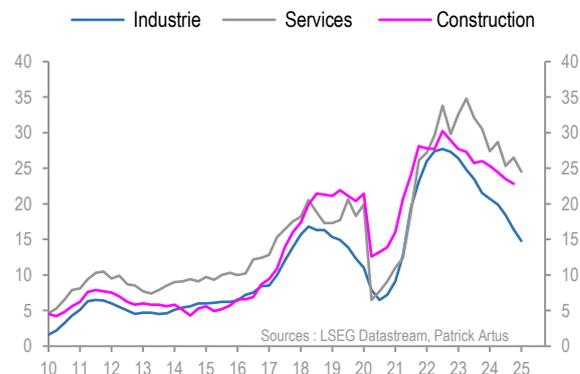
Graphique 6
Zone euro : inflation sous-jacente et inflation des services (en %)



Graphique 7
Productivité par tête (100 : 2010.T1)

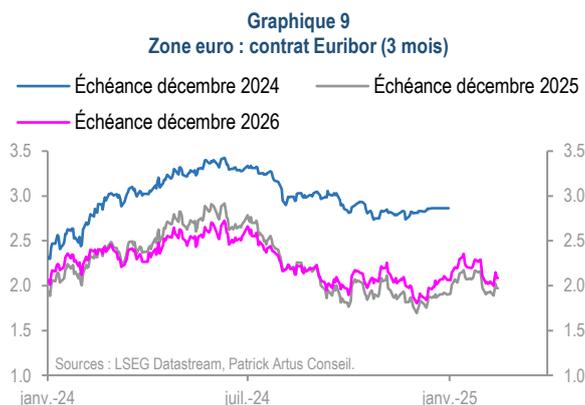


Graphique 8
Zone euro : entreprises rencontrant des difficultés de recrutement (en %)



La faiblesse de la croissance va donc probablement conduire la BCE à **abandonner la règle monétaire qui lie en principe les taux d'intérêt directeurs à l'inflation** et à passer à une politique discrétionnaire, c'est-à-dire à réagir à court terme à la faiblesse de la croissance sans se préoccuper de la possible perte de crédibilité.

Les anticipations des marchés financiers montrent bien la poursuite d'une forte baisse des taux d'intérêt de la BCE (Graphique 9).



Synthèse : un point central ; la faiblesse de la croissance dans la zone euro va-t-elle faire reculer l'inflation ?

On voit que la Réserve Fédérale, confrontée à une inflation assez forte, utilise une règle monétaire qui lie les taux d'intérêt à l'inflation, tandis que la BCE, confrontée à la faiblesse de la croissance, abandonne cette règle monétaire et mène une politique de soutien de l'activité.

La question centrale concerne l'inflation européenne. La faiblesse de la croissance dans la zone euro va-t-elle faire reculer l'inflation en dessous de 2% ? Si c'est le cas, la BCE aura eu raison de baisser agressivement ses taux d'intérêt ; si ce n'est pas le cas, elle prend un risque sérieux avec sa crédibilité.

On peut craindre que l'inflation sous-jacente de la zone euro reste assez forte, en raison :

- de l'absence de gains de productivité ;
- du maintien d'une croissance positive (au moins de 1%) ;
- et en conséquence du maintien de créations d'emplois et d'une tension forte sur le marché du travail.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.