



**MINISTÈRE
DE L'EUROPE
ET DES AFFAIRES
ÉTRANGÈRES**

*Liberté
Égalité
Fraternité*

DIRECTION GÉNÉRALE DE L'ADMINISTRATION
ET DE LA MODERNISATION

DIRECTION DES RESSOURCES HUMAINES

Sous-direction de la politique des ressources humaines

Bureau des concours et examens professionnels

**CONCOURS EXTERNE, INTERNE ET 3^{ème} CONCOURS
POUR L'ACCÈS AU CORPS DES ADMINISTRATEURS DE
L'ÉTAT DÉNOMMÉS « CONCOURS D'ORIENT »
AU TITRE DE L'ANNÉE 2024**

ÉPREUVES ÉCRITES D'ADMISSIBILITÉ

Jeudi 7 septembre 2023

ECONOMIE

*Rédaction, à partir d'un dossier, d'une note ayant pour objet de vérifier l'aptitude à l'analyse
de données économiques ainsi que des enjeux économiques et de développement
internationaux*

Durée totale de l'épreuve : 5 heures
Coefficient : 3

Ce dossier comporte 27 pages (page de garde et sommaire non compris)

SUJET

La fin des politiques monétaires accommodantes.

SOMMAIRE

Document 1 :

« La politique monétaire dans un contexte d'incertitude », discours de François Villeroy de Galhau, London School of Economics, Banque de France, 15 février 2022..... p.1

Document 2 :

« Que peut encore faire la Banque centrale européenne ? », Philippe Martin, Eric Monnet et Xavier Ragot, Les notes du conseil d'analyse économique, juin 2021..... p.13

Document 3 :

« La BCE remonte ses taux à leur plus haut niveau depuis 2001 », Guillaume Benoît, *Les Echos*, le 15 juin 2023..... p.25



London School of Economics, 15 février 2022

« La politique monétaire dans un contexte d'incertitude ⁱ »

Discours de François Villeroy de Galhau,

Gouverneur de la Banque de France

Contact presse : Mark Deen (mark.deen@banque-france.fr).

Introduction

Je remercie chaleureusement Iain Begg pour cette invitation à m'exprimer devant vous aujourd'hui, plus de deux ans après ma première intervention à la LSE. Tant de choses se sont passées depuis lors, et la crise ukrainienne nous montre que le contexte d'incertitude n'est pas prêt de s'arrêter. Comme beaucoup d'autres économies dans le monde, la zone euro entre dans la phase cruciale de reprise post Covid. Il y a de bonnes nouvelles, il y a de mauvaises nouvelles, et les deux sont à l'évidence étroitement liées. Le chômage a baissé, pour s'établir à un niveau historiquement bas en zone euro, et le PIB en volume a dépassé son niveau d'avant la crise au dernier trimestre 2021. Du côté des moins bonnes nouvelles, les pénuries de matériaux, d'équipements et de main-d'œuvre persistent dans certains secteurs, tandis que d'autres fonctionnent toujours en dessous de leur capacité. Cette reprise déséquilibrée, couplée au renchérissement des prix de l'énergie et des produits alimentaires, a entraîné une accélération de l'inflation totale dans la zone euro, à 5,1 % en janvier. L'inflation sous-jacente est seulement à 2,3 %, mais ce taux est bien plus élevé qu'il y a un an (1,4 %). Lors de notre récente réunion du Conseil des gouverneurs, le 3 février, nous avons reconnu que « l'inflation devrait rester élevée plus longtemps que prévu auparavant ». Comme l'a dit Christine Lagardeⁱⁱ, ces forces devraient progressivement s'atténuer à mesure que l'économie se rééquilibrera et renouera avec son taux de croissance potentielle, et que l'impact des chocs des prix de l'énergie se dissipera. Je ne commenterai pas davantage les perspectives d'inflation, qui seront évoquées dans nos prochaines projections le 10 mars. Je vais cependant aborder aujourd'hui (1) la théorie et la pratique de la *forward guidance* en ces temps incertains ainsi que (2) la manière dont la BCE pourrait devoir ajuster sa guidance actuelle sur les taux d'intérêt pour gérer la trajectoire de normalisation de la politique monétaire.

I. La *forward guidance* en théorie et en pratique

À l'origine, comme suggéré par Eggertsson et Woodford en 2003ⁱⁱⁱ, la *forward guidance* est un instrument clair et puissant, qui peut être utilement mobilisé lorsque les taux d'intérêt nominaux se situent au plancher effectif, et donc que la politique monétaire conventionnelle est inefficace. Cette stratégie consiste à ce que la banque centrale s'engage à fournir un stimulus dans le futur, au-delà de ce que nécessiterait le choc économique sous-jacent, ceci en annonçant qu'elle maintiendra ses taux d'intérêt à un bas niveau plus longtemps que préconisé par sa fonction de réaction standard. Tant que cette stratégie est comprise par les marchés financiers, les taux d'intérêt nominaux à moyen terme resteront plus bas. De plus, des agents économiques rationnels anticipent que cette politique génèrera une inflation supérieure à la cible dans le futur, ce qui abaisse les taux d'intérêt réels attendus sur l'ensemble de la période, stimulant encore davantage la demande et l'inflation actuelles. Tout cela fonctionne parfaitement sur le papier. Cependant, même les théoriciens, et aussi les praticiens, dont notre Conseil des gouverneurs, se sont vite rendu compte que mettre la théorie en pratique soulevait des questions supplémentaires. Permettez-moi d'en aborder trois.

1. L'horizon temporel de la *forward guidance*

En théorie, il suffit d'un engagement de modeste envergure dans un futur lointain pour avoir un impact puissant dès aujourd'hui, grâce à l'effet des anticipations rationnelles sur l'ensemble des taux d'intérêt réels prévus. Cela éprouve la crédibilité des banques centrales à deux égards : premièrement, s'agit-il d'une description réaliste de la manière dont le monde et les anticipations fonctionnent ? Même Michael Woodford a travaillé sur des modèles à horizon de planification limité qui diminuent la puissance de la *forward guidance*^{iv}. Deuxièmement, on peut s'interroger sur la crédibilité de tels engagements sur le long cours.

2. En fonction d'un calendrier ou de la situation économique

La *forward guidance* « ouverte » (ou « delphique ») a de longue date été reconnue comme moins efficace, ce qui a conduit à une version plus conditionnelle ou « odysseenne », c'est-à-dire qui dépend d'un calendrier et/ou de la situation économique. Mais une *forward guidance* « calendaire » (« *calendar-based* ») ou bien « dépendante de la situation économique » (« *state-contingent* ») pose d'autres défis assez évidents à la lumière du débat politique. Une annonce « calendaire » est très claire et facile à comprendre pour les marchés (« Rendez-vous à 20 heures » contre « Rendez-vous une demi-heure après que je sois parti de chez moi »). Mais cet engagement est particulièrement tributaire de chocs économiques non anticipés qui peuvent se produire entre temps. Une annonce « dépendante de la situation économique » est moins risquée à cet égard, car elle s'ajuste selon l'évolution de l'économie. Elle permet donc une flexibilité temporelle, mais l'expérience nous montre qu'elle est parfois moins claire et donc moins convaincante pour les marchés.

Actuellement, la *forward guidance* de la BCE sur les taux directeurs indique que ceux-ci resteront à leur niveau actuel jusqu'à ce que trois critères *dépendants de la situation économique* soient respectés, mais avec un élément de calendrier lié au séquençement de la politique monétaire, sur lequel je reviendrai dans ma seconde partie. À titre de comparaison, aux États-Unis, la Fed utilise actuellement deux sortes de guidage prospectif *calendaire*: il sera « bientôt approprié de relever la fourchette cible » du taux des fonds fédéraux et, concernant les achats nets d'actifs, « d'y mettre un terme début mars ».

3. Le degré d'engagement

Toutefois, aucune banque centrale ne peut définir à l'avance **toutes** les situations dans lesquelles les taux directeurs demeureront fixes. En ce sens, nous ne pouvons pas totalement nous lier les mains à l'avance avec des règles, et devrions conserver un certain pouvoir discrétionnaire pour faire face à des données ou événements inattendus. La *forward guidance* ne consistera jamais

à mettre la politique monétaire en pilote automatique. Il y aura toujours une part d'appréciation, y compris en ce qui concerne la distribution des risques autour des projections macroéconomiques de la BCE. Les banques centrales doivent être prévisibles, mais elles ne doivent pas être prédéterminées.

La forward guidance en période d'incertitude

Permettez-moi d'adapter cette discussion générale au contexte de temps incertains, car nous traversons indéniablement une période inattendue : l'« économie covid » sans précédent, les tensions géopolitiques concernant notamment l'Ukraine, la crise de l'énergie, et deux transformations majeures à venir, numérique et écologique. La *forward guidance* est un arbitrage entre les bénéfices que l'on retire du fait d'indiquer à l'avance ses intentions et les contraintes qu'elle fait peser sur les actions futures. En période d'incertitude élevée, ces effets se renforcent de part et d'autre. D'un côté, les indications sur la trajectoire de la politique monétaire peuvent contribuer à réduire une volatilité exacerbée et à clarifier les ambiguïtés. De l'autre, dans les situations de volatilité, les décideurs doivent être plus agiles pour réagir aux nouvelles données et aux nouveaux risques. Revenons ainsi aux trois questions pratiques que j'ai évoquées plus tôt ; je souhaiterais essayer d'en tirer trois enseignements pour les périodes d'incertitude :

- 1) L'**horizon temporel** : même en temps normal, la *forward guidance* perd de sa puissance sur un horizon éloigné, comme évoqué plus haut. Alors, dans un contexte d'incertitude élevée, celle-ci doit porter sur un horizon d'autant plus court. À l'heure actuelle, son horizon raisonnable devrait se compter en trimestres plutôt qu'en années.
- 2) L'équilibre entre la *forward guidance* « **calendaire** » et « **dépendante de la situation économique** » : à très court terme, les anticipations des marchés et des agents économiques sont plus efficacement influencées par des dates. Mais au-delà d'un horizon de quelques mois, la *forward guidance* « dépendante de la situation économique » doit être privilégiée. Et elle devrait reposer non seulement sur des prévisions, les modèles

étant fragiles en période d'incertitude, mais aussi fortement sur des données empiriques. Nous devons écouter le monde réel et concret des acteurs qui fixent les prix et les salaires, soit les entreprises et les ménages, qui sont au moins aussi importants que les modèles macroéconomiques ou que les anticipations des marchés.

- 3) Face à l'incertitude, **ne pas être prédéterminé** est un impératif absolu. En ce moment, les deux mots les plus importants pour les banquiers centraux sont « agilité » et « humilité » - honnêtement, ce n'est pas juste une posture, c'est pour nous une réalité quotidienne -. Jay Powell promet à juste titre d'être « humble et agile ». À la BCE, nous soulignons ce nouveau principe d'« optionalité »^v : cela signifie, dans une approche de gestion des risques, que nous devons élargir la marge de manœuvre de notre politique monétaire, afin d'être capables de réagir à un éventail plus large de scénarios d'inflation possibles comme l'expliquait Philip Lane dans une récente interview^{vi}. La difficulté, c'est bien sûr d'articuler cette optionalité accrue avec, dans le même temps, un degré suffisant de prévisibilité pour les agents économiques, pour réduire les effets défavorables de l'incertitude. Ce constat m'amène au second point de mon intervention, dans lequel je souhaiterais partager quelques réflexions sur les indications prospectives de la BCE.

II. Comment garantir prévisibilité et optionalité pour la BCE

La prévisibilité – un cap et deux boussoles

Je commencerai par les éléments de prévisibilité : un cap – la cible d'inflation de 2 % telle que définie dans notre revue stratégique – ; et deux boussoles – notre séquençement et notre *forward guidance*. Concernant le cap, notre engagement est très clair : nous ferons le nécessaire pour ramener l'inflation durablement autour de 2 % sur notre horizon de projection. Il est essentiel de rassurer sur ce point pour maintenir les anticipations d'inflation proches de 2 % quelles que soient les incertitudes à court terme. Nous en avons le devoir, nous en avons la capacité, et n'avons aucun doute sur la nécessité de le faire.

Pour maintenir ce cap, notre première boussole est le séquençement : nous allons, dans un premier temps, mettre fin aux achats nets d'actifs, puis relever les taux d'intérêt directeurs avant de commencer à réduire la taille de notre bilan. Il est inutile de laisser spéculer autour de l'ordre de ces étapes, lorsque cette incertitude peut être facilement levée. En outre, selon la logique de ce séquençement, l'APP est utilisé comme une mesure de l'orientation de la politique monétaire, qui renforce l'effet de la *forward guidance* sur le taux d'intérêt à court terme ; si nous souhaitons réduire l'orientation accommodante de notre politique monétaire, nous devons dans un premier temps relâcher la pédale d'accélérateur en arrêtant de fournir un stimulus. À ce propos, si nous commençons par relever les taux avant de mettre un terme aux achats nets, le risque serait d'aplatir excessivement, voire d'inverser, la courbe des taux. Le fait que la réduction de la taille de notre bilan intervienne seulement dans un troisième temps est destiné à éviter que l'arrêt de notre politique accommodante ait un impact brutal : la présence de la BCE sur les marchés, via les réinvestissements, nous permet de contenir ces risques déstabilisateurs, y compris en termes de fragmentation.

Par conséquent, notre cap de navigation est clair. Mais comme je l'ai déjà dit récemment ^{vii}, nous conserverons toute notre optionalité s'agissant du rythme de cette séquence : son calendrier restera progressif, dépendant de la situation et ouvert s'agissant du passage d'une étape à l'autre.

La seconde boussole est notre *forward guidance* sur les taux d'intérêt, telle que nous l'avons adoptée en juillet dernier. Avant d'y venir, permettez-moi, dans l'ordre de notre séquençement, de commencer par quelques considérations relatives à notre *forward guidance* sur l'APP.

La forward guidance sur l'APP

Lors de sa réunion de décembre l'an dernier, le Conseil des gouverneurs a actualisé sa *forward guidance* sur les achats nets d'actifs en déclarant notamment : « À compter d'octobre 2022, le Conseil des gouverneurs

continuera d'effectuer des achats nets d'actifs en vertu de l'APP à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros pendant aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs ; [il] prévoit de mettre fin aux achats nets peu avant de commencer à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE ».

Depuis septembre 2019, la *forward guidance* sur les achats nets d'actifs diffère de celle qui prévalait jusqu'en décembre 2018. L'APP n'est plus considéré comme un instrument distinct de l'instrument des taux d'intérêt : il lui est hiérarchiquement subordonné, à la fois en termes d'objectif (« renforcer ») et de calendrier (« peu avant »). Cette subordination constitue un changement : à leur introduction en 2008, les mesures dites non conventionnelles étaient présentées comme distinctes et complémentaires de la politique de taux, et non pas comme une extension de la réduction de taux.

Le principal avantage de ces nouvelles indications prospectives concernant l'APP a été de renforcer la *forward guidance* sur les taux et de soutenir la stratégie de bas niveau des taux d'intérêt sur une longue durée (*low for long*). Le couplage de ces deux instruments a renforcé l'impact de la politique monétaire sur l'ensemble de la courbe des taux. Toutefois, compte tenu du changement du contexte d'inflation (d'une situation dans laquelle l'inflation a été trop faible pendant trop longtemps à une situation d'incertitude), la difficulté aujourd'hui pour la *forward guidance* consiste à passer de la persistance à l'optionalité.

Je souhaiterais à ce stade vous faire part de questions plus ouvertes et de réflexions plus personnelles sur la façon d'accroître cette optionalité :

- La première option qu'il nous faudra examiner – lors de notre réunion de mars – est celle du calendrier des achats nets d'actifs. Les maintenir sans limitation à compter d'octobre ne semble pas approprié, car (a) sur le principe, cela nous lie les mains trop longtemps : j'évoquais précédemment le fait que les indications prospectives fondées sur le

calendrier ne devaient pas dépasser quelques mois dans le contexte actuel d'incertitude (b) en substance, il n'y a plus vraiment de raison aujourd'hui d'appuyer sur la pédale d'accélérateur en augmentant notre stock d'actifs, dans la mesure où l'inflation converge vers notre cible de 2 % « par le haut ». Je reste convaincu de l'utilité d'une transition entre l'arrêt des achats nets au titre du PEPP prévu en mars et l'arrêt des achats nets au titre de l'APP : en revanche, la réduction des achats au titre de l'APP pourrait suivre un rythme mensuel ou bimensuel et non trimestriel, et l'APP ainsi prendre fin au troisième trimestre, ce qui reste à être déterminé.

- En parallèle, une autre façon de renforcer l'optionalité pourrait consister à retirer l'adverbe « peu » (*shortly*) de la *forward guidance* sur les achats d'actifs. Cela permettrait de rompre le lien temporel quasi automatique entre les deux instruments, tout en conservant le séquençement. L'optionalité signifierait alors que, s'il était justifié, le relèvement pourrait éventuellement prendre plus de temps.

Ce découplage temporel offrirait une plus grande marge de manœuvre pour un réglage fin de la politique monétaire, ce qui constitue un avantage en période incertaine. Plutôt que de se forcer à agir sur les deux instruments presque en même temps (ce qui pourrait en outre alimenter les craintes d'un effet de falaise excessif), nous pourrions nous accorder plus de temps et examiner les perspectives d'inflation les plus récentes avant de décider du calendrier de relèvement des taux : une décision que nous ne sommes de toute façon pas tenus de prendre avant notre Conseil des Gouverneurs de juin. Toute spéculation concernant ce calendrier de relèvement futur est à ce stade prématurée.

La forward guidance sur les taux d'intérêt

Permettez-moi de souligner une précision sémantique importante s'agissant de l'orientation de notre politique monétaire : les étapes que j'ai évoquées ici sont celles de la *normalisation* de notre politique monétaire, non d'un durcissement.

Il s'agit toujours de la sortie des instruments exceptionnels et de notre politique monétaire extrêmement accommodante (augmentation des stocks d'actifs déjà importants, taux d'intérêt négatifs). C'est la première étape d'un retour progressif vers une orientation plus neutre, dont nous sommes encore loin. Le durcissement serait une autre histoire, qui irait au-delà d'une orientation neutre et ne relève donc pas de l'horizon actuel de notre politique.

Permettez-moi alors de rappeler les trois critères « dépendant de la situation » de notre *forward guidance* : « le Conseil des gouverneurs constate que (a) l'inflation atteint 2 % bien avant la fin de son horizon de projection ; (b) et durablement sur le reste de l'horizon de projection ; et (c) qu'il juge les progrès de l'inflation sous-jacente suffisants pour être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2 % à moyen terme. »

Aujourd'hui, selon mon avis personnel, il pourrait être possible de considérer que le premier critère (avec une inflation totale significativement supérieure à 2 % depuis l'été 2021 et qui devrait le rester au cours des prochains mois) et le troisième (avec une inflation sous-jacente autour ou au-dessus de 2 % selon la plupart des définitions) sont remplis. À ce stade, d'après nos prévisions de décembre, le dernier critère (l'inflation reste à 2%, ou au-dessus, sur le reste de l'horizon de projection) n'est pas rempli. Cela pourrait changer au cours des prochains trimestres. Cependant, dans le contexte extraordinaire que nous traversons actuellement, nous devons être conscients de l'incertitude qui entoure nos projections d'inflation à un horizon de 3 ans, en particulier quand les pressions sur les prix proviennent de contraintes d'offre spécifique à certains secteurs, et avec des signes modérés de contagion aux salaires jusqu'à présent. Et il existe un élément supplémentaire, « fondé sur un calendrier », introduit par le séquençage: tout relèvement des taux ne devrait intervenir qu'après une date X marquant l'arrêt des achats nets d'actifs. Nous ne devrions pas anticiper sur ce calendrier : il y va de la crédibilité du séquençage, et c'est aussi une question de prudence s'agissant du plus fragile de nos critères – celui fondé sur les prévisions à moyen terme.

Cela me conduit à un rappel essentiel : la *forward guidance* n'est jamais une décision automatique et préserve toujours la possibilité d'une part d'appréciation. Selon notre propre formulation, il s'agit d'une « perspective », et le Conseil des gouverneurs doit « voir » et « juger » : même si les trois critères sont remplis, nous pourrions tout à fait prendre en considération des imprévus exogènes ou exceptionnels, y compris de caractère géopolitique.

Après le relèvement, l'optionalité porterait sur le rythme des futurs relèvements des taux d'intérêt. En particulier, certains participants de marché anticipent un scénario dans lequel nous pourrions ajuster les taux beaucoup plus lentement ou les laisser inchangés après être sortis des taux négatifs. Il ne s'agit pas d'un cap prédéfini, mais ce serait une possibilité dans la mesure où nous disposons d'une liberté totale.

Outre l'optionalité, la nécessaire flexibilité

Tout en naviguant dans cette direction, nous devons à l'évidence conserver notre **optionalité**. Mais nous conserverons également notre **flexibilité** : afin de garantir non seulement la bonne *orientation* de la politique monétaire, mais également sa bonne *transmission* à l'ensemble de la zone euro, en termes de catégories d'actifs et de juridictions. L'optionalité et la flexibilité se renforcent mutuellement sur notre route vers une normalisation sans heurt : d'un côté, la gradualité aidera à éviter toute surréaction possible des marchés ; de l'autre, en décembre, nous avons déjà explicitement souligné le besoin de flexibilité, « en période de tensions, la flexibilité demeurera un élément de la politique monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix »^{viii}. Ce n'est pas une question d'aléa moral, ni de soutien inconditionnel à l'un des pays, et encore moins de tolérer une quelconque forme de dominance budgétaire. Il s'agit d'éviter les risques d'une fragmentation injustifiée : le cas échéant, nous devons disposer, dans notre « boîte à outils virtuels » d'une « option contingente ». Elle s'exercerait en partie – mais pas nécessairement uniquement – par le biais du PEPP, notamment des réinvestissements et éventuellement de la reprise des achats à ce titre sous

certaines conditions. Plus généralement, le maintien de notre important stock d'actifs jusqu'à la troisième étape de notre séquence offre, par le biais de nos réinvestissements, une plus grande marge de manœuvre sur les marchés.

Conclusion

En 2006, Olivier Blanchard avait déclaré : « La politique monétaire peut prétendre s'approcher d'une science à condition de pouvoir être menée sur la base de règles simples et robustes [...] Il faut que la politique monétaire soit plus proche d'un art si elle est fréquemment confrontée à des événements imprévus, mal anticipés et mal compris »^{ix}. J'aime ce mélange de science et d'art dans la politique monétaire. Par conséquent, j'ai beaucoup apprécié nos débats au sein du Conseil des gouverneurs, depuis plus de sept ans que je suis Gouverneur : si ce n'était pas pour débattre, pourquoi faire des réunions ? Mais comme je l'ai suggéré aujourd'hui, vous pouvez nous faire confiance, rassemblés autour de la présidente Christine Lagarde, pour prendre les bonnes décisions de manière pragmatique selon le bon ordre et le bon calendrier, afin d'atteindre notre cap : ramener l'inflation de manière ferme et durable vers notre cible de 2 %. Je vous remercie de votre attention.

Références

ⁱ Je remercie Matthieu Bussière, Olivier Garnier et Adrian Penalver pour leur contribution à la préparation de cette intervention.

ⁱⁱ C. Lagarde, [Interview with Redaktionsnetzwerk Deutschland](#), 11 février 2022

ⁱⁱⁱ Eggertsson, Gauti B. et Michael Woodford. « *Optimal monetary policy in a liquidity trap*. » (2003)

^{iv} Cf. Woodford (M.), 2019. « [Monetary Policy Analysis When Planning Horizons Are Finite](#) », [NBER Macroeconomics Annual](#), University of Chicago Press, vol. 33(1), pages 1-50.

^v Les mots option et optionalité ont été mentionnés 7 fois dans la Déclaration de politique monétaire et la conférence de presse de février 2022 (et 7 fois en décembre) mais une fois seulement dans la déclaration introductive et la conférence de presse de janvier 2021.

^{vi} Cf. P. Lane, [Interview with Verslo žinios \(europa.eu\), 25 janvier 2022](#)

^{vii} Cf. F. Villeroy de Galhau, [Vingt ans après...et dans vingt ans, Warwick economic summit, janvier 2022](#)

^{viii} [Décisions de politique monétaire](#), 16 décembre 2021

^{ix} Table ronde qui s'est tenue lors du colloque « *Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice* » organisé en mars 2006 par la BCE en l'honneur d'Otmar Issing.

Que peut encore faire la Banque centrale européenne ?

Les notes du conseil d'analyse économique, n° 65, Juin 2021

Depuis 2015, le taux d'inflation en zone euro demeure largement en dessous de 2 %, la cible annoncée par la Banque centrale européenne (BCE). Et ce, alors même que la politique monétaire est extrêmement accommodante avec des taux d'intérêt en territoire négatif et un programme d'achats d'actifs sans précédent – encore augmenté depuis la crise du Covid-19. Ces instruments de politique monétaire ont été utiles et absolument nécessaires pour éviter la déflation mais peuvent-ils et doivent-ils être déployés encore plus largement ? Est-il nécessaire d'en concevoir de nouveaux ? Les instruments actuels n'ont pas réussi à produire une inflation conforme à la cible mais ont produit des effets collatéraux qui posent question : l'accroissement des inégalités de patrimoine, l'achat d'actifs d'industries polluantes afin de respecter le principe de neutralité de marché, le traitement privilégié des dépôts des banques à la Banque centrale (*tiering*), et la dominance budgétaire due à la détention croissante de dette publique. Cette dernière pourrait à terme mettre en danger l'indépendance de la BCE.

L'évaluation stratégique lancée par la BCE, qui devrait aboutir à l'automne 2021, est donc une initiative bienvenue pour proposer de nouveaux instruments et pour le faire sans tabou. Même si cette *Note* ne répond pas à toutes les questions posées par cette évaluation, son objectif est de participer à ce débat de manière constructive en se focalisant sur les instruments permettant d'atteindre la cible d'inflation de la BCE et envisager, le cas échéant, la coordination nécessaire avec la politique budgétaire. Dans ce cadre, nous considérons que la BCE devrait adopter une stratégie de communication visant à rendre crédible une approche symétrique de la cible d'inflation autour de 2 % et accepter que l'inflation puisse dépasser de manière

temporaire cette cible. La question qui se pose, particulièrement en zone euro, est celle des instruments à mettre en œuvre pour rendre crédible un tel engagement.

D'un point de vue opérationnel, la BCE n'a pratiquement aucune limite dans le cadre de son mandat, tant que ses opérations ne sont pas contradictoires avec la « libre concurrence » et ne constituent pas un financement « direct » ou « certain » des gouvernements. Elle devrait mettre en place une politique de communication claire sur sa volonté de dépasser temporairement – ou plus durablement comme entend le faire la Fed – sa cible d'inflation avec un calendrier plus explicite (ce que l'on nomme *forward guidance* dans le langage des banques centrales) et l'accompagner de mesures particulières de politique monétaire.

Parmi les nouveaux instruments possibles de politique monétaire, l'option communément nommée « monnaie hélicoptère » devrait être rendue possible pour relancer l'inflation dans le cas où cette dernière demeurerait trop faible de manière persistante. Sous la forme d'un transfert direct de la Banque centrale aux individus, renouvelé tant que la cible d'inflation n'est pas atteinte, il s'agirait d'un instrument efficace. En effet, les estimations économétriques, devant certes être considérées avec précaution, indiquent qu'un transfert monétaire équivalent à 1 % du PIB augmenterait le taux d'inflation de 0,5 point de pourcentage à l'horizon d'une année. Il devrait cependant rester un instrument de dernier ressort et parmi d'autres de la BCE. Ajouter cet instrument à la politique monétaire permettrait de limiter l'accroissement continu des programmes d'achats d'actifs avec leurs potentiels effets collatéraux. Pour être efficace et légitime, la monnaie hélicoptère ne pourrait se faire que dans un cadre de coordination entre politique monétaire et politique budgétaire.

Cette note est publiée sous la responsabilité des auteurs et n'engage que ceux-ci.

^a Sciences Po, membre du CAE ; ^b EHESS et École d'économie de Paris (PSE) ; ^c OFCE, Sciences Po, membre du CAE.

La crise financière de 2008 a été à l'origine de l'introduction de nouveaux outils de politique monétaire (taux d'intérêt négatifs, programmes massifs d'achats d'actifs publics...) de part et d'autre de l'Atlantique. Ces outils de politique monétaire suscitent de plus en plus d'interrogations quant à leur efficacité, non seulement du fait de la faiblesse durable de l'inflation, mais aussi en raison de leurs potentiels effets collatéraux sur d'autres champs de la politique économique, les inégalités ou les prix d'actifs. Ainsi, dans le cas européen, le taux d'inflation depuis 2015 demeure largement en dessous de la cible de la Banque centrale, 2 %.

La crise du Covid-19 amène à réfléchir à de nouveaux outils qui soient adaptés au contexte économique et politique spécifique de la zone euro et à la nécessité d'une coordination plus poussée avec la politique budgétaire¹. Les banques centrales se livrent à une réflexion utile sur les meilleurs outils pour stabiliser l'activité économique dans le cadre de leur mandat. Aux États-Unis, la Fed soutient des plans de relance budgétaires massifs en laissant l'inflation dépasser sa cible de long terme de façon transitoire. La revue stratégique de la BCE, qui devrait être conclue à l'automne 2021, devrait amener des changements de politiques ou d'outils dans le cadre de son mandat.

L'inflation demeure faible malgré l'action des banques centrales

En 2019, les banques centrales laissaient présager leur volonté d'un retour – certes lent et progressif – à la politique monétaire « conventionnelle » d'avant 2008. La crise du Covid-19 a cependant amplifié la tendance de la décennie précédente, caractérisée par une extension des opérations des banques centrales et un accroissement de leur poids financier en proportion du revenu national. En zone euro, le « Programme d'achats d'urgence face à la pandémie » mis en place par la BCE a conduit cette dernière à augmenter encore son bilan, notamment en achetant environ les trois quarts des dettes publiques émises par les pays de la zone euro depuis le début de la pandémie². Le bilan de la BCE approche ainsi 60 % du PIB de la zone euro et elle détient près d'un quart du stock des dettes publiques de chaque pays européen (graphique 1). À titre de comparaison, ces montants sont sans précédent historique en temps de paix³.

Les auteurs remercient pour leur suivi de ce travail au sein de l'équipe permanente du CAE, Thomas Renault, conseiller scientifique, Baptiste Savatier, économiste, et Pierre Rousseaux. Ils remercient également les différentes personnes rencontrées dans le cadre de ce travail, notamment Stanislas Jourdan, Paul Hubert et Christophe Blot, ainsi que Benoit Cœuré et les différentes personnes qui, à la BCE ou à la Banque de France, leur ont accordé des entretiens. Cette Note ne les engage pas.

¹ Cette question était déjà formulée dans des termes similaires avant la crise du Covid-19 en particulier dans le cas où un nouveau choc économique négatif devait survenir. Voir notamment Ball L., J. Gagnon, P. Honohan et S. Krogstrup (2016) : *What Else Can Central Banks Do?*, CEPR Geneva Report ; Bartsch E., J. Boivin, S. Fischer et P. Hildebrand (2019) : « Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination », *SUERF Policy Note*, n° 105. Pour une utilisation de la monnaie hélicoptère en réponse à la crise du Covid-19, voir aussi Jourdan S. (2020) : « Helicopter Money as a Response to the Covid-19 Recession », *Positive Money*, mars.

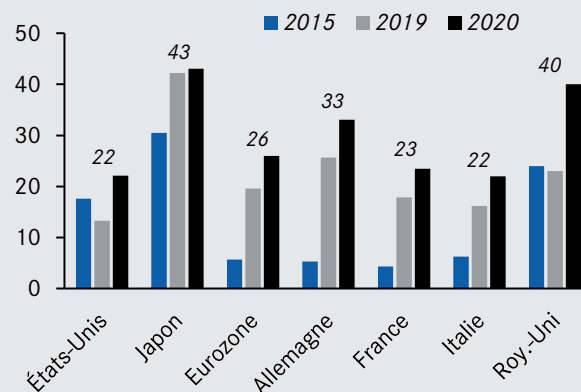
² Nous employons ici les termes de BCE et d'Eurosystème de manière interchangeable, même si la politique monétaire en zone euro est bien le fait du second et non de la première.

³ Monnet E. (2021a) : *Why Central Bankers Should Read Economic History, Books and Ideas*.

⁴ Cette définition date de 2003. Auparavant, la stabilité des prix était définie simplement comme un taux d'inflation inférieur à 2 %. Voir Hartmann P. et F. Smets (2018) : « The European Central Bank's Monetary Policy During its First 20 Years », *Brookings Papers on Economic Activity*, septembre.

⁵ Darvas Z. (2018) : *ECB's Huge Forecasting Errors Undermine Credibility of Current Forecast*, Bruegel Blog.

1. Part des dettes publiques détenue par la Banque centrale, en % de la dette publique



Sources : Banques centrales nationales, Comptabilités nationales, en partie d'après Blot C. et P. Hubert (2020) : « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? », *OFCE Policy Brief*, n° 80.

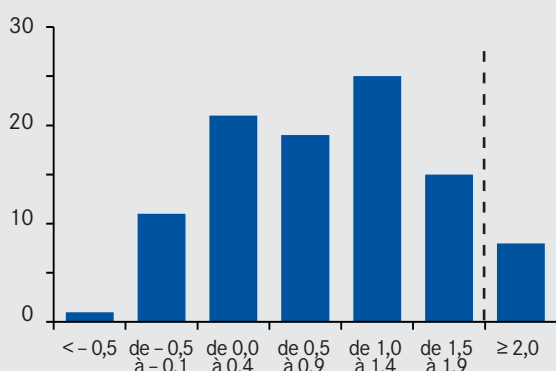
Le taux d'inflation est durablement inférieur à la cible

La politique des banques centrales depuis 2008 a contribué à éviter un enchaînement de crises financières et une situation déflationniste. L'inflation demeure toutefois faible. L'objectif premier de la BCE est de garantir la stabilité des prix. Elle a précisé elle-même son interprétation de cette stabilité : un taux d'inflation (à moyen terme) inférieur mais proche de 2 %⁴. Même si le terme « proche » laisse une marge d'interprétation, on constate que, depuis 2015, le taux d'inflation annuel a été environ 90 % du temps inférieur à 1,9 % (cf. graphique 2). En outre, les prévisions de la BCE ont constamment surestimé l'inflation : entre 2015 et la crise du Covid-19, la BCE prévoyait chaque trimestre un retour à un taux d'inflation proche de 2 % à un horizon d'un an ou un an et demi. Autrement dit, la BCE ne cesse de manquer sa cible tout en prévoyant de l'atteindre⁵.

Après avoir été négatif fin 2020, le taux d'inflation est remonté jusqu'à 2 % en mai 2021. Cette remontée du printemps est remarquablement faible si l'on tient compte du fait que le niveau des prix de mars et avril 2020 était déjà affecté par la crise du Covid-19 et qu'il y a donc un « effet de base » qui devrait mécaniquement entraîner une inflation plus forte en sortie de

crise. Pour cette raison, aux États-Unis, les taux d'inflation annuel de mars et avril atteignent ainsi 2,6 et 4,2 %. Les anticipations d'inflation en zone euro des acteurs de marché demeurent faibles, en dépit de perspectives économiques meilleures causées par la vaccination et la politique de relance des États-Unis (graphique 3). La BCE elle-même se montre prudente et – dans ses prévisions de juin 2021 – anticipe un taux d'inflation moyen égal à 1,5 % en 2022 (puis de 1,4 % en 2023).

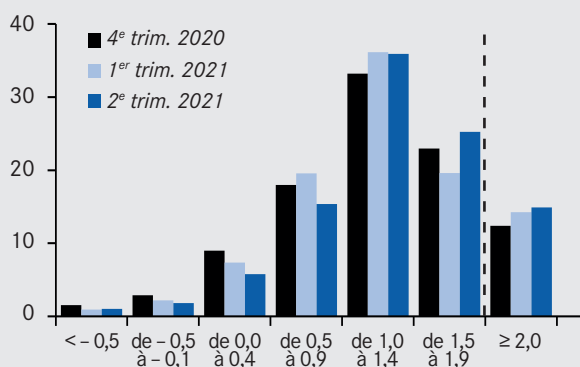
2. Distribution de l'inflation mensuelle en zone euro de 2015 à 2021



Lecture : L'axe horizontal représente la valeur mensuelle moyenne du taux d'inflation et l'axe vertical le pourcentage de mois pendant lesquels le taux d'inflation a pris cette valeur.

Source : OCDE.

3. Distribution des prévisions d'inflation pour 2022 par date de prévision



Lecture : L'axe horizontal représente la valeur mensuelle moyenne du taux d'inflation et l'axe vertical le pourcentage des prévisionnistes qui pensent la valeur mensuelle de l'inflation projetée sur l'axe horizontal.

Source : Sondage auprès des prévisionnistes professionnels, Banque centrale européenne.

Comme le concède Philip Lane, l'économiste en chef de la BCE, cette dernière fait face à deux défis bien distincts :

contrecarrer l'impact déflationniste de la pandémie et continuer à faire remonter le taux d'inflation jusqu'à sa cible comme elle tentait de le faire avant la crise du Covid-19⁶. Cette annonce est toutefois risquée pour la BCE en termes de communication. Force est de constater qu'elle n'a pour l'instant pas réussi à atteindre l'objectif d'inflation qu'elle s'est donné. L'incapacité à atteindre son objectif principal pose en effet une question majeure de crédibilité à la Banque centrale : « plus l'inflation faible perdure et plus la crédibilité des banques centrales risque d'être affectée » (Cœuré, 2020)⁷.

Le maintien d'une inflation basse est d'autant plus problématique pour la BCE que le taux chômage reste élevé en zone euro, supérieur à 8 % de la population active. Or le système européen des banques centrales a comme mandat, « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix », d'apporter « son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union » (art. 127 TFEU), et donc notamment au fait que l'Union européenne « tend au plein emploi et au progrès social » (art.3 TEU).

La question qui se pose aujourd'hui à la BCE et l'Eurosystème – mais aussi au Parlement européen qui l'audit régulièrement – est donc de savoir si la politique monétaire dispose encore de marges de manœuvre lui permettant d'augmenter l'inflation autour de la cible de 2 % et de faire tendre l'économie européenne vers le plein emploi. Si ces marges existent, il est du ressort de la Banque centrale de les utiliser pour respecter le mandat qui lui a été confié et dont elle tire sa légitimité.

Constat 1. La BCE ne parvient pas à atteindre sa cible d'inflation depuis 2015. Les anticipations d'inflation en zone euro restent nettement en dessous de 2 %.

Un changement de contexte économique et international

La sortie de la crise actuelle suscite de nombreuses craintes sur l'état de l'économie. Aux États-Unis, le Plan Biden vise à répondre à cette situation (notamment par des chèques équivalents à 1 200 dollars par personne).

L'adoption des plans de relance et la possibilité d'une reprise plus forte qu'anticipée refait toutefois surgir dans le débat public et économique le risque d'une résurgence de l'inflation. La majorité des analystes et les organisations internationales penchent cependant pour le scénario d'un

⁶ Voir l'entretien de Lane P.R. (2021) : « We Have an Ongoing Two-Stage Challenge. Counter the Negative Pandemic Shock to the Inflation Path and Subsequently Finish the Task of Raising Inflation to Our Aim », *Financial Times*, mars.

⁷ Cœuré B. (2020) : « Les banques centrales pendant et après la pandémie de Covid-19 », *Revue d'Économie Financière*, vol. 2020/3-4, n° 139-140.

regain momentané et modéré de l'inflation, malgré l'ampleur de la relance budgétaire. Les facteurs déflationnistes liés à la crise du Covid-19 (chômage, perte de capital humain, risques de faillite) pèsent en effet fortement sur l'économie. Les modèles utilisés par les économistes d'institutions internationales ainsi que les anticipations des investisseurs de marché font actuellement le constat que l'inflation aux États-Unis pourrait atteindre 2,5-3 % à la fin de l'année 2021⁸. Elle resterait moindre en zone euro en raison de plans de relances de plus faible ampleur, comme le confirment les prévisions de la BCE. Cette différence comporte un risque : si la Banque centrale des États-Unis devait augmenter ses taux d'intérêt pour contrer l'inflation domestique, l'augmentation des taux se transmettrait en Europe – par les marchés financiers, très intégrés – alors même que l'inflation européenne demeurerait plus basse⁹.

Les facteurs de l'inflation basse

En dépit de nombreuses controverses sur les déterminants de l'inflation et la relation entre les prix à la consommation et la conjoncture économique (chômage ou production), les analyses économétriques montrent que l'inflation européenne est restée basse ces dernières années pour deux principales raisons¹⁰. D'abord la conjoncture économique est restée morose : le taux de chômage est élevé et la croissance des salaires est faible. Par ailleurs, deux facteurs internationaux ont pesé sur la croissance des prix : l'importation de produits à bas coût, et une croissance modérée des prix du pétrole et de l'énergie depuis 2015. Monnet et Puy (2021) montrent ainsi que, depuis 2010, la volatilité moyenne des prix à la consommation dans un pays donné est expliquée à plus de 50 % par un facteur mondial alors que cette part n'est que de 25 % pour le PIB¹¹. La mondialisation commerciale et financière a nettement augmenté la synchronisation internationale de l'inflation des prix à la consommation alors que la synchronisation de l'activité réelle est restée stable en dehors des brèves périodes de crise. Autrement dit, la force du cycle mondial rend plus difficile pour les politiques monétaires et budgétaires d'un pays d'agir sur le cycle de l'inflation que sur celui du PIB.

Il ne faut toutefois pas conclure à une incapacité de la politique monétaire à agir sur le cycle des prix et de l'activité économique. Sans les mesures déployées par la Banque centrale européenne depuis 2015, l'inflation aurait été beaucoup plus basse et le chômage plus élevé¹². La politique monétaire a un impact sur les prix – par divers canaux, y compris celui des anticipations ou celui du prix des actifs – et le lien entre l'activité économique (chômage ou PIB) et l'inflation demeure significatif, même s'il est plus faible qu'auparavant¹³. Une étude récente de la Banque de France conclut ainsi que près d'un tiers de la faible inflation sur la période 2015-2019 (par rapport à la période 1999-2007) s'explique par un chômage plus élevé¹⁴. Le fait que l'inflation dépende plus qu'auparavant de facteurs mondiaux et moins du cycle économique implique toutefois que la Banque centrale doit mettre en œuvre des moyens toujours plus importants pour atteindre sa cible d'inflation.

Constat 2. Pour atteindre sa cible d'inflation, il sera probablement nécessaire que la BCE augmente la taille de ses interventions et donc de son bilan avec pour corolaire une part toujours croissante des dettes publiques détenues par la BCE.

Les critiques des instruments actuels de la politique monétaire

La réponse monétaire à la crise du Covid-19 arrive également dans un contexte où les instruments de politique monétaire utilisés depuis 2008 font l'objet de plus en plus de critiques, non seulement en raison de leur incapacité à atteindre la cible d'inflation, mais aussi en raison de leurs effets collatéraux sur l'économie. Nous pouvons distinguer quatre critiques principales fréquemment formulées : accroissement des inégalités de patrimoine du fait des achats d'actifs, l'achat d'actifs d'industries polluantes afin de respecter le principe de neutralité de marché, traitement privilégié des dépôts des banques à la Banque centrale (« *tiering* »), et dominance budgétaire due à la détention élevée de dette publique¹⁵.

⁸ Ball L., G. Gopinath, D. Leigh, P. Mishra et A. Spilimbergo (2021) : « US Inflation: Set for Take-off ? », *VoxEU*, 7 mai.

⁹ Sur l'impact du taux de la Banque centrale des États-Unis (Fed) sur les taux des autres pays, voir : Miranda-Agrippino S. et H. Rey (2020) : « US Monetary Policy and the Global Financial Cycle », *The Review of Economic Studies*, vol. 87, n° 6 ; Miranda-Agrippino S., T. Nenova et H. Rey (2020) : *Global Footprints of Monetary Policies*, Miméo Center for Macroeconomics (CFM).

¹⁰ Eser F., P. Karadi, P.R. Lane, L. Moretti et C. Osbat (2020) : « The Phillips Curve at the ECB », *The Manchester School*, vol. 88, problème S1 ; Diev P., Y. Kalanzis, A. Lalliard et M. Mogliani (2021) : « Comment expliquer la faiblesse de l'inflation en zone euro depuis 2013 ? » (article n° 7), *Le Bulletin de la Banque de France*, n° 234.

¹¹ Monnet E. et D. Puy (2021) : « One Ring to Rule Them All? New Evidence on World Cycles », *CEPR Discussion Paper*, n° DP15958.

¹² Une étude récente de la BCE produit un scénario contrefactuel qui aboutit à la conclusion selon laquelle l'inflation en zone euro aurait été plus basse de 0,75 pp sans l'ensemble des mesures prises depuis 2013 (taux négatifs, *quantitative easing*, *forward guidance*). Rostagno M., C. Altavilla, G. Carboni, W. Lemke, R. Motto et A. Saint Guilhem (2021) : « Combining Negative Rates, Forward Guidance and Asset Purchases: Identification and Impacts of the ECB's Unconventional Policies », *ECB Working Paper*, n° 2564.

¹³ La significativité du lien entre inflation et chômage (c'est-à-dire la courbe de Philipps) demeure toutefois débattue. Voir : Geerolf F. (2021) : « La courbe de Phillips n'est pas celle que vous croyez », *La Lettre du CEPII*, n° 417, avril ; Hazell J., J. Herreño, E. Nakamura et J. Steinsson (2020) : « The Slope of the Phillips Curve: Evidence from US States », *National Bureau of Economic Research*, n° 28005, pour des points de vue sceptiques sur l'existence de cette relation. Voir, au contraire, Hooper P., F.S. Mishkin et A. Sufi (2019) : « Prospects for Inflation in a High Pressure Economy: Is the Phillips Curve Dead or Is It Just Hibernating? », *Research in Economics*, n° 74.1, pour des preuves empiriques de la courbe de Phillips.

¹⁴ Diev P., Y. Kalanzis, A. Lalliard et M. Mogliani (2021) : « Comment expliquer la faiblesse de l'inflation en zone euro depuis 2013 ? » (article n° 7), *Le Bulletin de la Banque de France*, n° 234.

¹⁵ Une autre critique porte sur le fait que l'achat de titres privés a augmenté les dividendes plutôt que les investissements des entreprises, voir Todorov K. (2020) : « Quantifying the Quantitative Easing: Impact on Bonds and Corporate Debt Issuance », *Journal of Financial Economics*, vol. 135, n° 2.

L'effet potentiel du programme d'achat d'actif (*quantitative easing*) sur les inégalités a donné lieu à de nombreux travaux (pour une revue de littérature, voir Bennani *et al.*, 2021)¹⁶. Le principe du *quantitative easing* est d'augmenter le prix des actifs pour en faire baisser le rendement, et ainsi baisser le coût d'emprunt dans l'économie tout en créant un effet richesse pour les détenteurs d'actif. Cette politique entraîne donc mécaniquement une hausse du patrimoine nominal des individus qui possèdent ces actifs et augmente ainsi potentiellement les inégalités. Mais cet effet inégalitaire peut être compensé par, d'une part, la baisse du rendement du capital (taux d'intérêt) et, d'autre part, par le fait que ces achats d'actifs réduisent le taux de chômage. En concentrant l'analyse sur les revenus financiers et sur les prix des actifs dans la zone euro, Tzamourani (2021)¹⁷ montre cependant que les variations de revenus net d'intérêt suite à un choc de politique monétaire sont de bien moindre ampleur que les gains/pertes en capital découlant de l'augmentation/diminution du prix des actifs. Conformément à ces travaux empiriques, Bennani *et al.* (2021) *op. cit.* déduisent des données françaises des gains en capital nettement plus élevés que les variations de revenus financiers découlant des baisses de taux d'intérêt. Sur la base de données administratives sur les revenus en Suède, Amberg *et al.* (2021)¹⁸ montrent qu'un assouplissement de la politique monétaire affecte sensiblement plus les revenus dans les déciles extrêmes : le premier décile bénéficie de revenus du travail et le dernier décile – plus encore le dernier centile – de revenus du capital. Il est donc légitime de vérifier si d'autres instruments de politique monétaire pourraient atteindre le même effet macroéconomique sur le chômage et l'inflation sans faire augmenter autant les prix des actifs.

L'achat d'actifs d'industries polluantes afin de respecter le principe de neutralité de marché a également suscité des critiques¹⁹. Ce problème est aujourd'hui reconnu par la BCE qui s'est engagée à annoncer des mesures à l'automne 2021 dans le cadre de sa revue stratégique. Le débat sur le rôle des banques centrales dans la régulation du risque climatique et le financement de la transition écologique est fondamental et dépasse l'objet de cette *Note*. Ce débat évolue rapidement et implique une réflexion sur le mandat de la Banque centrale européenne qui pourrait éventuellement être précisé par le Parlement ou le Conseil européen²⁰.

Une autre critique sur les achats d'actifs de la BCE porte sur le système créé pour compenser les potentielles pertes subies par les banques du fait des taux négatifs appliqués aux réserves à la Banque centrale. La BCE achète des actifs aux banques en créditant le compte de ces dernières. Or la politique accommodante de la BCE l'a conduit à rémunérer les réserves détenues par les banques à un taux négatif. Pour éviter que cette rémunération négative endommage trop fortement le profit des banques (les taux négatifs ne pouvant être appliqués aux dépôts des particuliers), la BCE a, comme d'autres banques centrales, mis en place un système (nommé *two-tier system* ou *tiering*) qui exonère une partie des dépôts des banques de ce taux négatif, alors que le taux de prêt de la BCE demeure quant à lui négatif. Il s'agit donc d'un transfert financier de la Banque centrale aux banques qui a des conséquences budgétaires puisqu'il diminue du même montant le bénéfice que la Banque centrale reverse chaque année aux États. L'argument qui sous-tend cette opération est que la politique monétaire ne pourrait pas fonctionner dans un monde où les banques ne seraient pas suffisamment profitables. Pour compenser leur perte, ces dernières devraient augmenter le taux de leur prêt, à l'encontre de la politique accommodante de la Banque centrale. Mais cet argument est critiqué car l'impact des taux négatifs de la Banque centrale sur la rentabilité des banques est peu démontré théoriquement et empiriquement²¹. Une étude sur la Suisse montre des effets très faibles de ce système sur les prêts bancaires²². Le fait que la Banque centrale doit se soucier de soutenir le profit des banques en dehors des périodes de crise financière, et que ces dernières doivent être traitées différemment des autres institutions financières²³, est aussi critiquable. Nous considérons qu'il est nécessaire au minimum d'évaluer l'efficacité, la nécessité et la légitimité du système de *tiering* mis en place par la BCE.

Enfin, les achats de dette publique (dont nous ne contestons pas qu'ils ont été utiles pour éviter une situation de déflation) posent la question du risque, à terme, de la dominance budgétaire (*fiscal dominance*), c'est-à-dire de la situation où la Banque centrale est contrainte par la politique budgétaire (en particulier par une dette publique élevée et croissante) dans sa capacité à préserver la stabilité des prix. La BCE²⁴ insiste sur le fait qu'elle n'est pas dans cette situation car la politique monétaire reste guidée par l'objectif de stabilité

¹⁶ Bennani H., É. Fize et H. Paris (2021) : « Baisse des taux d'intérêt et effets sur les inégalités entre ménages depuis 2012 en France », *Focus du CAE*, n° 61-2021, juin.

¹⁷ Tzamourani P. (2021) : « The Interest Rate Exposure of Euro Area Households », *European Economic Review*, vol. 132, n° 103643.

¹⁸ Amberg N., T. Jansson, M. Klein et A. Rogantini Picco (2021) : « The Rich, the Poor, and the Others: How Monetary Policy Affects the Distribution of Income », *VoxEU.org*, 23, mai.

¹⁹ Campiglio E., Y. Dafermos, P. Monnin, J. Ryan-Collins, G. Schotten et M. Tanaka (2018) : « Climate Change Challenges for Central Banks and Financial Regulators », *Nature Climate Change*, vol. 8, n° 6 ; Bolton P., M. Després, L. Awazu Pereira da Silva, F. Samama et R. Svartzman (2020) : *The Green Swan*, BIS Books.

²⁰ Pour une proposition visant à renforcer la capacité du Parlement à préciser le mandat de la BCE sur ce sujet, voir Monnet E. (2021b) : « New Central Banking Calls for a European Credit Council », *VoxEU.org*, 26 mars.

²¹ Repullo R. (2020) : « The Reversal Interest Rate: A Critical Review », *CEPR Discussion Paper*, n° 15367.

²² Fuster A., T. Schelling et P. Tobin (2021) : « Tiers of Joy? Reserve Tiering and Bank Behaviour in a Negative-Rate Environment », *Swiss National Bank*, n° 2021-10.

²³ Blot C. et P. Hubert (2019) : « Has the ECB Lost its Mind? », *SciencesPo Publications Policy Brief*, n° 61.

²⁴ Voir discours d'Isabel Schnabel (2020) : *The Shadow of Fiscal Dominance: Misconceptions, Perceptions and Perspectives*, Berlin, septembre.

des prix et non par un objectif de diminution du fardeau de la dette publique. C'est peut-être le cas aujourd'hui mais le risque existe que l'anticipation d'un prolongement indéfini des achats de dette par BCE incite les États à des dépenses publiques peu pertinentes ou une réduction inconsiderée de la fiscalité. Au contraire, un courant de pensée économique de plus en plus influent – surtout aux États-Unis –, la Théorie moderne de la monnaie (MMT), défend l'idée selon laquelle la politique monétaire doit se soumettre au service de la politique budgétaire et que la Banque centrale doit acheter de la dette jusqu'à atteindre une situation inflationniste²⁵. Cette perspective pose de problèmes difficiles dans le cadre de la zone euro où existent différentes dettes nationales, dont les montants sont très différents. En plus des effets inflationnistes, les effets redistributifs non maîtrisés entre les pays rendent cette perspective incompatible avec l'état actuel de la construction européenne.

Recommandation 1. Conduire des évaluations indépendantes, à destination des Parlements nationaux et européens, de l'impact potentiel des instruments de la BCE sur les inégalités de patrimoine, le financement de la transition écologique, le budget des États et les profits des banques.

Ce que peut encore faire la Banque centrale européenne

Après avoir présenté le mandat de la BCE et les contraintes juridiques qui encadrent son action, nous passons en revue les différents instruments dont dispose la Banque centrale.

Cadre juridique

Le mandat de la BCE est de « soutenir les politiques générales dans l'UE » « sans préjudice pour la stabilité des prix » et en agissant « conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources » (art. 127 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, TFUE). C'est donc un mandat très large. Les opérations financières que l'Eurosystème peut mener sont définies dans ses statuts et peuvent être relativement facilement élargies (c'est-à-dire sans modification des traités), soit par le Conseil des

gouverneurs lui-même (à la majorité des deux tiers), soit par une législation complémentaire du Conseil européen si ces opérations impliquent des obligations pour des tiers²⁶. Il faut enfin noter que l'Eurosystème peut réaliser des pertes²⁷.

La seule opération interdite par le traité est le prêt direct aux États (art. 123 du TFEU). La lecture et valeur juridique de l'article interdisant le financement des États ont été précisées par la Cour de Justice de l'Union européenne, notamment dans l'arrêt rendu sur la légalité du plan dit d'Opérations monétaires sur titres (OMT, arrêt Gauweiler)²⁸. Il précise que l'achat de titres de dette publique sur le marché secondaire par la BCE n'entrave pas l'article 123 à condition que « les mesures qu'il comporte soient proportionnées aux objectifs de cette politique » et que l'Eurosystème fournisse des « garanties qui permettent d'éviter que les conditions d'émission d'obligations souveraines soient altérées par la certitude que ces obligations seront rachetées par le SEBC après leur émission ». L'incertitude sur les rachats est donc, selon la Cour, la principale garantie que les mesures ne seront pas de « nature à soustraire les États membres à l'incitation à mener une politique budgétaire saine ».

Constat 3. D'un point de vue opérationnel, la BCE n'a pratiquement aucune limite, tant que ses opérations ne sont pas contradictoires avec la « libre concurrence » et ne constituent pas un financement « direct » ou « certain » des gouvernements. D'autres opérations sont envisageables sans besoin d'un changement des Traités européens.

Les autres instruments à disposition de la BCE

La Fed a annoncé accepter un surajustement de l'inflation par rapport à sa cible pour compenser la faible inflation passée (*makeup strategy*). Le débat est aussi présent en zone euro²⁹, mais l'option la plus discutée et consensuelle est une simple symétrisation de la cible. Avec la symétrisation, on passerait d'un engagement à éviter une inflation au-dessus de 2 % à un engagement de la BCE à agir de manière symétrique si l'inflation est en dessous ou au-dessus de 2 % pour la ramener vers cette cible. Nous considérons qu'une telle réforme est souhaitable et nécessaire. Cet engagement n'impliquerait pas cependant que des périodes avec une inflation en dessous de 2 % soient compensées par des périodes au-dessus (comme pour la Fed). Cette symétrisation apparaît à ce stade le minimum auquel la revue stratégique de la BCE

²⁵ À ce sujet voir le billet de Xavier Ragot qui discute les propositions de la MMT à travers la recension de deux livres récents : Stephanie Kelton S. (2021) : *Le mythe du déficit*, Éditions Les liens qui Libèrent et Pavlina Tcherneva, P. (2021) : *La garantie de l'emploi*, La Découverte ; Ragot X. (2021) : « La « théorie moderne de la monnaie » est-elle utile ? », *Le blog de l'OFCE*, 29 avril.

²⁶ Version consolidée du Traité sur l'Union européenne, protocole n° 4, sur les statuts du système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, articles 20 et 40.

²⁷ La répartition est définie à l'article 33 du protocole, cf. *supra*.

²⁸ Arrêt de la Cour de Justice de l'Union européenne (Grande chambre) du 16 juin 2015 dans l'affaire C-62/14.

²⁹ À la fois Olli Rehn, le gouverneur de la Banque centrale de Finlande, et Philip Lane, membre du Board et Chief Economist de la BCE, ont indiqué ou suggéré dans la presse qu'ils pouvaient y être favorables.

peut aboutir. Cependant la symétrisation et encore plus la compensation (*makeup strategy*) requièrent la mise en place d'instruments crédibles. La situation en zone euro n'est pas celle des États Unis car la sous-performance passée sur la cible d'inflation y est plus prononcée. La question des outils crédibles y est donc plus prégnante. Il est certes nécessaire que la BCE mette en place – comme elle commence à le faire – une politique de communication claire sur sa volonté d'atteindre et éventuellement dépasser temporairement la cible de 2 %. Mais une telle politique de communication générale devrait être accompagnée de mesures concrètes de politique monétaire et prendre une forme précise avec une cible et un calendrier plus explicite (ce que l'on nomme *forward guidance* dans le jargon des banques centrales).

Recommandation 2. Adopter une stratégie de communication visant à rendre crédible une approche symétrique de la cible d'inflation autour de 2 % et accepter que l'inflation puisse dépasser de manière temporaire cette cible.

Nous discutons *infra* deux mesures de politique monétaire (hors taux d'intérêt sur les achats ou prêts) pratiquées par d'autres banques centrales ou théoriquement possibles et sur lesquelles pourrait s'appuyer une communication de la BCE à même de guider les anticipations d'inflation de manière crédible : augmenter la prise de risque ou rémunérer les dépôts des particuliers à un taux négatif. Ces deux mesures ne nous semblent toutefois pas à même de relancer l'inflation à court terme. La section suivante explorera donc une autre piste.

Augmenter la prise de risque

Il s'agit de procéder à des achats ou prêts avec une plus grande prise de risque. Cela peut prendre la forme d'achat d'actions, comme le fait la Banque du Japon, ou peut absorber totalement le risque de crédit en garantissant les prêts bancaires aux entreprises sur demande de ces dernières, comme l'a proposé la Fed à travers son *Main Street Lending Program* (arrêté en janvier 2021). Toutefois, dans ce dernier cas, le risque était explicitement assumé par le Trésor des États-Unis et la Banque centrale n'était finalement que l'opératrice. En zone euro, l'achat d'actions, pour ne pas contrevenir au principe de libre concurrence rappelée dans les traités, devrait se faire de manière systématique et pour tout un secteur. Cela poserait néanmoins un problème de rupture de concurrence non négligeable pour des secteurs où des entreprises importantes ne

seraient pas des sociétés par action. Dans tous les cas, l'aspect redistributif de cette politique est très prononcé, d'autant plus que le risque de perte est élevé. Surtout, ces instruments sont plus adaptés à une politique de prêteur en dernier ressort qui permet d'éviter une crise financière qu'à une politique expansionniste visant à augmenter l'inflation³⁰.

Accepter des dépôts à la Banque centrale et les rémunérer négativement

Une autre proposition radicale proposée par plusieurs économistes renommés serait d'appliquer un taux d'intérêt négatif aux dépôts des individus ou même à la monnaie fiduciaire (cash)³¹. La création de monnaie digitale de Banque centrale sous forme de dépôts des particuliers à la Banque centrale pourrait faciliter ce type de politique, mais la création de ce type de monnaie n'est pas à l'ordre du jour à court terme. En outre, rémunérer ces dépôts négativement – même si théoriquement efficace – pose la question de l'acceptation sociale et politique d'une telle mesure³².

Une autre voie discutée surtout en France est celle de l'annulation de la dette publique détenue par la BCE. Nous expliquons dans l'encadré 1 dédié au questionnement sur l'annulation de la dette publique détenue par la BCE pourquoi cette option doit être rejetée.

La monnaie hélicoptère en dernier ressort

Dans cette dernière section, nous présentons en détail une mesure de politique monétaire qui peut être la plus efficace pour relancer l'inflation en zone euro dans le cas où cette dernière demeurerait trop faible. Cette option est communément nommée « monnaie hélicoptère ». Deux modalités de mise en œuvre sont habituellement envisagées : un transfert direct de la Banque centrale à l'État finançant des dépenses publiques ou un transfert direct de la Banque centrale aux individus. La première option étant explicitement interdite dans le cadre juridique européen, nous discutons uniquement la seconde. Dans la période actuelle de sortie de crise Covid-19 et de mise en œuvre du plan de relance européen, une discussion de l'opportunité de la mise en œuvre d'une telle mesure est nécessaire. Dans tous les cas, la discussion dès aujourd'hui de cette mesure est nécessaire pour préparer sa mise en œuvre dans le cas d'une nouvelle crise économique, dont l'occurrence dans les prochaines années ne peut être exclue.

³⁰ Les achats d'action par la Banque du Japon n'ont apparemment eu aucun effet sur l'investissement des entreprises concernées : Charoenwong B., R. Morck et Y. Wiwattanakantang (2021) : « Bank of Japan Equity Purchases: The (Non-) Effects of Extreme Quantitative Easing », *Review of Finance*, vol. 25, n° 3.

³¹ Lilley A et K. Rogoff (2020) : « The Case for Implementing Effective Negative Interest Rate Policy » in *Strategies for Monetary Policy*, Cochrane et Taylor (eds), Stanford: Hoover Institution Press ; Bordo M.D et A.T. Levin (2017) : « Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy », *National Bureau of Economic Research*, n° 23711.

³² Cette option est ainsi explicitement exclue par les sept banques centrales ayant rédigé un premier rapport sur les monnaies digitales de Banque centrale : Bank for International Settlements (BIS) et un groupe de sept Banques centrales (2020) : *Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles and Core Features*, Rapport n° 1.

1. L'annulation de la dette publique détenue par la BCE serait-elle bénéfique ?

Annuler la dette publique détenue par la BCE est une option à la fois inutile, potentiellement dangereuse et impossible dans les traités actuels. D'un point de vue juridique, une telle annulation entrerait clairement en conflit avec les Traités européens et la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne puisqu'elle correspond à un transfert direct et certain à l'État. L'annulation de la dette publique détenue par la Banque centrale n'aurait en outre aucun d'impact sur le budget de l'État : le gain lié à la baisse des paiements d'intérêts (de la dette annulée) serait compensé par la perte de revenus d'intérêts que la Banque centrale reverse au gouvernement^a. D'un point de vue macroéconomique, cette annulation n'aurait aucun effet direct : la dette officielle du gouvernement central serait transformée en dette de la Banque centrale. D'un point de vue purement comptable, elle ferait bien diminuer la valeur de la dette publique officielle au sens de Maastricht mais à quoi servirait cette diminution comptable ? Un argument avancé en faveur de l'annulation est que cette dernière permettrait à l'État de réinvestir. Autrement dit, l'État se rendrait auprès des marchés financiers du même montant que le montant annulé. Mais rien ne prouve que ce nouvel endettement puisse se faire à un taux d'intérêt plus favorable que dans la situation antérieure. En outre, si la dette publique détenue par la Banque centrale était annulée, il est probable que cela se fasse en contrepartie de conditions restrictives (sinon une interdiction) sur de futurs achats de dette publique par cette dernière. Cela priverait l'État de marges de manœuvre et ferait augmenter la prime de risque sur la dette publique.

^a Blot C. et P. Hubert (2020) : « De la monétisation à l'annulation des dettes publiques, quels enjeux pour les banques centrales ? », *OFCE Policy Brief*, n° 80.

La monnaie hélicoptère, même si elle n'a jamais été mise en œuvre, est un instrument qui est considéré comme possible et intéressant, à la fois par les économistes (l'expression a été formulée par Milton Friedman) et les banquiers centraux³³. Ainsi, Ben Bernanke, dans son discours intitulé « La déflation : faire en sorte que cela n'arrive pas ici » de 2002, la présentait comme une modalité d'injection des liquidités pour lutter contre la déflation³⁴. Le *Geneva Report* de 2016, co-écrit par l'ancien gouverneur de la Banque centrale d'Irlande Patrick Honohan, ou encore une note d'anciens banquiers centraux, Bartsch *et al.* (2019)³⁵, aboutissaient également à la conclusion selon laquelle la monnaie hélicoptère était une solution radicale à considérer si le *quantitative easing* et les taux négatifs ne permettaient pas aux banques centrales d'augmenter suffisamment l'inflation³⁶.

Objectifs et conditions de la politique de monnaie hélicoptère

Nous considérons la mise en place de la monnaie hélicoptère comme une stratégie contingente de relance de l'inflation³⁷. Elle serait un instrument nécessaire dans plusieurs cas de figure :

- la reprise de l'économie de la zone euro est insuffisante, moins vigoureuse que celle actuellement pré-dite et ne permettant pas d'atteindre la cible d'inflation de la BCE. Ce pourrait être le cas par exemple si une partie importante de l'épargne accumulée par les ménages pendant la crise se transforme en épargne de précaution ;
- face à une telle situation qui se traduirait par un déficit persistant du côté de la demande mais qui pourrait avoir des conséquences néfastes du côté de l'offre :
 - le plan de relance européen n'est ni accéléré et ni renforcé ;
 - les gouvernements européens ne parviennent pas à se coordonner sur des plans de relance nationaux avec des engagements sur les dépenses.

Martin *et al.* (2020) proposent une stratégie qui vise à calibrer une réponse contingente de politique économique avec un objectif temporel en termes d'activité et d'emploi³⁸. Cette stratégie nous paraît toujours la bonne. Elle a été réactualisée et précisée par Blanchard et Pisani-Ferry (2021)³⁹. Ces auteurs la définissent pour la politique budgétaire et au niveau de la France. Notre logique est similaire mais dans le domaine monétaire et au niveau de la zone euro dans son ensemble. Avec le Plan Biden, les États-Unis se sont dotés d'objectifs et moyens ambitieux. Ce plan de relance ne peut être importé dans les mêmes modalités, mais l'on doit s'inspirer de l'objectif de ne pas accepter que la crise génère des stigmates permanents (en termes de productivité et d'emploi). Plus généralement, comme le précisait déjà Ball *et al.* (2016) *op. cit.*, un transfert direct aux ménages par la Banque centrale ne peut être mis en place et être pleinement efficace que s'il y a une coopération entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Cette coopération doit toutefois reposer sur une distinction claire entre ce qui relève de chacune de ces politiques. Autrement dit, il est nécessaire de :

- mettre en avant que le but de la monnaie hélicoptère est bien un objectif de politique monétaire (la cible d'inflation) et que cet outil sera ajusté et interrompu en fonction de l'évolution de l'inflation ;
- expliquer, le cas échéant, pourquoi il est préférable et plus efficace de passer par cette voie plutôt que par un transfert du gouvernement aux ménages comme aux États-Unis (Plan Biden) ;

³³ Voir la synthèse de Bilbie F., A. Martin-Baillon et G. Saint-Paul (2021) : « L'hélicoptère monétaire : au-delà du mythe », *Opusculum du CEPREMAP*, n° 58.

³⁴ Bernanke B.S. (2002) : *Deflation. Making Sure "it" Doesn't Happen Here*, Discours devant le Club national des économistes, Washington.

³⁵ Voir Bartsch E., J. Boivin, S. Fischer et P. Hildebrand (2019) : « Dealing with the Next Downturn: From Unconventional Monetary Policy to Unprecedented Policy Coordination », *SUERF Policy Note*, n° 105. À la différence des auteurs, nous privilégions un transfert direct aux ménages plutôt qu'aux États, qui n'est pas compatible avec les traités européens.

³⁶ Ball L., J. Gagnon, P. Honohan et S. Krogstrup (2016) : *What Else Can Central Banks Do?*, CEPR Geneva Report.

³⁷ Une stratégie de monnaie hélicoptère en fonction du déficit d'inflation est aussi discutée aussi par Carré E., J. Couppey-Soubeyran, T. Lebrun et T. Renault (2020) : « Un 'drone monétaire' pour remettre la politique monétaire au service de tous », *Note Veblen*, 22 janvier.

³⁸ Martin P., J. Pisani-Ferry et X. Ragot (2020) : « Une stratégie économique face à la crise », *Note du CAE*, n° 57, juillet.

³⁹ Blanchard B. et J. Pisani-Ferry (2021) : *Une stratégie économique contingente pour la prochaine phase*, Le Grand Continent.

- faire en sorte que la politique budgétaire et fiscale ne contredise pas l'action de la Banque centrale.

Le transfert monétaire direct aux ménages est un puissant outil pour contrôler l'inflation, souligné par de nombreux travaux académiques⁴⁰. Elle permet tout d'abord un transfert direct aux ménages ayant une propension élevée à consommer (comme les ménages non bancarisés). Le canal de la demande agrégée est donc particulièrement puissant par rapport à d'autres modalités de création monétaire, comme les achats de titres (*open market*). Ensuite, l'anticipation de transferts monétaires tant que la cible d'inflation n'est pas atteinte et la possibilité d'arrêter ces transferts si la probabilité d'un dépassement durable de la cible est élevée, conduit à ancrage des perspectives d'inflation. De ce fait, le canal des anticipations d'inflation est aussi puissant. Les travaux empiriques conduisent à mettre en avant ces deux canaux plutôt que le canal monétariste d'un lien mécanique entre la quantité de monnaie et l'inflation. Enfin, comme la proposition est d'utiliser ces transferts en cas d'inflation trop faible (et non dans la gestion normale du cycle économique), cela permet d'expliquer la stratégie contingente.

Avantages de la politique de monnaie hélicoptère

Le premier avantage d'un transfert direct aux ménages par la Banque centrale concerne la communication de la Banque centrale. L'effet théorique sur l'inflation de la monnaie hélicoptère est mieux connu (voir *supra*) que celui du *quantitative easing* et plus facile à expliquer. Il est donc plus facile de défendre son caractère « proportionné » ainsi que d'annoncer une stratégie de sortie : la Banque centrale peut facilement mettre fin au programme en cas de retour de l'inflation, sans conséquences sur la gestion de la dette publique.

Un deuxième avantage tient au fait que les effets collatéraux en termes d'inégalités et sur le système financier sont moindres (et mieux connus et maîtrisés) que dans le cas du *quantitative easing*. Un transfert forfaitaire d'un montant égal à tous les individus fait mécaniquement baisser les inégalités de revenus (puisque les plus pauvres reçoivent plus en proportion de leur revenu). Il n'a pas d'impact évident sur les prix des actifs ni sur le profit des banques.

Troisièmement, suite au Plan Biden et l'envoi de chèques aux citoyens des États-Unis, il est nécessaire de justifier

pourquoi la Banque centrale serait en Europe plus efficace et légitime que les Trésors nationaux ou la Commission européenne pour mettre en place un transfert direct aux ménages. Sur le plan théorique, il est en effet équivalent que la Banque centrale apporte un soutien aux États (en achetant de la dette publique) et ces derniers effectuent le transfert, ou qu'elle effectue directement ce transfert (Renault et Savatier, 2021)⁴¹. Nous voyons trois principaux arguments qui justifient que, en Europe, le transfert aux ménages puisse être réalisé par la Banque centrale :

- certains pays européens n'ont pas actuellement la capacité budgétaire (*fiscal space*) pour le faire et le programme devrait donc intégralement être financé par l'achat de dette publique par la Banque centrale. Or la part de dette publique détenue par la Banque centrale est déjà beaucoup plus importante en zone euro qu'aux États-Unis (25 % contre 15 %) ;
- il existe en zone euro un problème de coordination des plans nationaux de relance de la demande. En cas de déficit agrégé de la demande, la solution optimale de plans de relance coordonnés sera difficile à mettre en œuvre. Chaque pays peut en effet avoir intérêt à sous-calibrer son plan de relance pour bénéficier des effets de *spillovers* positifs des plans de relance de ses partenaires. À l'équilibre, ce phénomène de passager clandestin aboutit à ce que le déficit agrégé de demande n'est pas résorbé. Ce problème n'existe pas aux États-Unis qui peuvent décider d'une politique de relance au niveau fédéral. La BCE est la seule institution européenne qui a les moyens pour résoudre ce problème de coordination. Elle l'a montré lors de la crise de la zone euro ;
- contrairement à d'autres banques centrales comme celle des États-Unis par exemple, la BCE est très peu contrainte en termes d'instruments de politique monétaire. Comme plusieurs observateurs l'ont déjà fait remarquer, la BCE est ainsi la Banque centrale pour qui la politique de monnaie hélicoptère fait le plus sens⁴² : alors que l'inflation y a été très basse par rapport à l'objectif affiché, la zone euro est très contrainte sur le plan budgétaire et beaucoup moins en termes d'instruments de politique monétaire.

Enfin, le contexte international se caractérise par une différence quantitative marquée entre les plans de relance américains et européens avec un regain possible de tensions protectionnistes. Celles-ci sont effet bien prédites (voir Delpuech *et al.*, 2021)⁴³ par les déséquilibres commerciaux

⁴⁰ Entre autres : Friedman M. (1969) : *The Optimum Quantity of Money, and Other Essays*, Aldline ; Buiter W.H. (2014) : « The Simple Analytics of Helicopter Money: Why it Works, Always », *Economics e-Journal*, vol. 8, n° 2014-28 ; Gali J. (2020) : « The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus », *Journal of Monetary Economics*, vol. 115, novembre ; Bilbiie F.O. et X. Ragot (2020) : « Optimal Monetary Policy and Liquidity with Heterogeneous Households », *Review of Economic Dynamics*, à paraître.

⁴¹ Renault T. et B. Savatier (2021) : « Quel impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation », *Focus du CAE*, n° 063-2021, juin.

⁴² Cohen-Setton J., C.G. Collins et J.E. Gagnon (2019) : « Priorities for Review of the ECB's Monetary Policy Strategy », *Monetary Dialogue Papers*, Parlement européen, décembre ; Blot C., J. Creel et P. Hubert, D. Gros, A. Capolongo, J. Cohen-Setton, C.G. Collins, J.E. Gagnon, K. Whelan et C.A. Hartwell (2019) : *Task Ahead: Review of the ECB's Monetary Policy Strategy. Compilation of Papers*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies Directorate-General for Internal Policies, novembre.

⁴³ Delpuech S., É. Fize et P. Martin (2021) : « Trade Imbalances and the Rise of Protectionism », *Voxeu.org*, 12 février.

(bilatéraux et multilatéraux) eux-mêmes en partie générés par les écarts de politiques budgétaires ainsi que par les variations de taux de change réel. Dans ce contexte, la perspective d'un *policy mix* avec une politique budgétaire plus restrictive en zone euro qui devrait être compensé par une politique plus expansionniste de la BCE *via* une amplification du *Quantitative Easing* (QE) est risquée. Il est probable qu'un tel *policy mix* en effet génère une dépréciation de l'euro et une aggravation des déséquilibres commerciaux. Outre-Atlantique, la politique monétaire de la BCE serait interprétée comme une politique de « chacun pour soi », c'est-à-dire générant un effet indirect (*spillover*) négatif pour les États-Unis, et la politique budgétaire serait interprétée comme une politique de « passager clandestin » (*free rider*) c'est-à-dire que l'Europe profiterait de la politique budgétaire expansionniste américaine sans suffisamment contribuer à la relance de la demande mondiale. Si on interprète la monnaie hélicoptère comme la conjonction de politiques monétaire et budgétaire expansionnistes, on peut conclure qu'elle ne devrait pas (ou dans une moindre mesure que le QE) générer une dépréciation de l'euro. Ce sera d'autant plus le cas si elle permet aux marchés d'anticiper une normalisation plus rapide des taux d'intérêt en raison de son effet sur l'inflation. On peut aussi conclure qu'une politique de monnaie hélicoptère réduirait l'excédent commercial de la zone euro puisque l'augmentation de demande se traduirait par une augmentation des importations.

La monnaie hélicoptère en pratique

La forme du transfert monétaire devrait ressembler le plus possible à de la monnaie fiduciaire, c'est-à-dire au cas paradigmatique où la Banque centrale donnerait directement des billets de Banque à chaque individu. Il faudrait donc une forme de monnaie liquide et anonyme (c'est-à-dire transférable) et non un bon d'achat avec des dépenses ciblées. Il est par ailleurs important de toucher toute la population, y compris celle non bancarisée, ce qui oblige à écarter la solution unique d'un chèque devant être déposé sur un compte bancaire. Si les banques centrales mettaient en place une forme de monnaie digitale, le plus simple serait d'abonder directement le compte des individus à la Banque centrale. Si cette solution n'est pas disponible à très court terme, il serait possible d'adopter plusieurs solutions de « coupon monétaire », laissant aux individus le choix entre ces différentes formes : chèque, carte « prépayée » (pouvant être retirée dans administrations, bureaux de tabac, etc.) ou porte-monnaie virtuel avec code d'accès.

Une date limite d'utilisation du coupon monétaire serait utile pour encourager à la consommation. L'expérience peut être répétée si nécessaire, jusqu'à la cible d'inflation atteinte. Lorsque la Banque centrale met fin à sa politique de monnaie

hélicoptère, la monnaie en circulation a augmenté mais il n'y a plus de nouveaux flux de monnaie si les coupons sont arrivés à échéance. Les « coupons monétaires » non utilisés sont détruits et leur contrepartie disparaît. Monnet (2021c)⁴⁴ présente les effets de ces différentes options sur le bilan de la Banque centrale et conséquences (faibles) sur les revenus que la Banque centrale reverse à l'État. Renault et Savatier (2021) *op. cit.* présentent des estimations de l'impact d'un transfert monétaire aux ménages sur l'inflation résumées dans l'encadré 2.

Si les estimations macroéconomiques doivent être considérées avec précaution, on remarque que des méthodes très différentes aboutissent à des ordres de grandeur similaires : un transfert monétaire de 1 % du PIB augmenterait le taux d'inflation de 0,5 point de pourcentage à l'horizon d'une année. Le tableau qui suit indique les montants des transferts nécessaires pour éliminer le déficit d'inflation par rapport à la cible. On remarque que seul un déficit d'inflation de 1,5 point pour atteindre la cible de 2 % nécessite un transfert aux ménages proche du chèque envoyé par le Plan Biden (1 200 dollars par adulte et jusqu'à 3 600 dollars par enfant, soumis à conditions de revenu).

Montant du transfert pour atteindre une cible de 2%

Taux d'inflation au moment du transfert (en %)	Montant nécessaire du transfert pour atteindre une cible de 2 % (en milliards d'euros)	Montant minimum nécessaire du transfert, par individu (en euros)
0,5	360 (= 3 % du PIB)	1 155
1,0	240 (= 2 % du PIB)	770
1,5	120 (= 1 % du PIB)	385
2,0	0	0

Lecture : Pour les enfants de moins de 15 ans le transfert serait la moitié de celui des adultes.

Source : Auteurs.

Ces estimations ont été réalisées à partir d'hypothèses relativement fortes sur le lien empirique entre un transfert monétaire et l'inflation. Le montant de transfert monétaire proposé est donc une estimation basse afin d'éviter de dépasser la cible souhaitée. Le montant proposé est donc celui d'une première « injection » de monnaie hélicoptère. Pour être crédible, la BCE doit toutefois annoncer qu'elle procèdera au nombre nécessaire de transferts monétaires lui permettant d'atteindre sa cible et que, une fois la cible atteinte, elle interrompra immédiatement cette politique. Dans l'hypothèse extrême selon laquelle la BCE devrait procéder à cinq vagues de monnaie hélicoptère au sein d'une courte période, son bilan augmenterait donc d'un montant maximum de 10 % du PIB⁴⁵. Un tel montant est relativement faible par rapport à la taille de son bilan actuel (60 % du PIB)

⁴⁴ Monnet E. (2021c) : « La monnaie hélicoptère dans le bilan de la Banque centrale », *Focus du CAE*, n° 062-2021, juin.

⁴⁵ Ce montant serait toutefois très probablement inférieur puisque les coupons monétaires non utilisés avant échéance ne figurent plus au bilan après échéance, voir Monnet (2021b) *op. cit.*

2. Estimation de l'impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation

Deux méthodes différentes d'estimation ont été retenues pour évaluer l'impact potentiel d'un transfert monétaire aux ménages sur l'inflation. Premièrement, nous analysons l'impact conjoint d'un choc exogène standard de politique monétaire (c'est-à-dire sur le taux d'intérêt) sur l'inflation et de la consommation. Sous hypothèse que l'inflation répond à la politique monétaire suite à l'effet de cette dernière sur la demande agrégée (consommation), nous pouvons en déduire l'impact qu'aurait un choc exogène de consommation sur l'inflation. En retenant ensuite l'effet d'un transfert aux ménages (prestations sociales, etc.) sur la consommation estimée dans différents travaux académiques (c'est-à-dire la propension marginale à consommer), nous pouvons évaluer combien un transfert monétaire affecterait la consommation puis l'inflation. À partir de ces différentes estimations, nous trouvons qu'un transfert monétaire de 1 % du PIB provoquerait une hausse de 0,5 % de la consommation et de 0,5 point de pourcentage de l'inflation. Deuxièmement, un transfert monétaire aux ménages peut être considéré comme équivalent à une baisse d'impôt dans un environnement de politique monétaire accommodante. L'impact de la politique budgétaire sur l'inflation demeure très débattu dans la littérature académique. Toutefois, les travaux économétriques ayant procédé à une identification causale de chocs fiscaux trouvent un effet sur l'inflation. À partir de données (confidentielles) sur la zone euro, van der Wielen (2020)^a estime qu'une expansion budgétaire d'un point de pourcentage augmente l'inflation de 0,43 % à l'horizon d'un an. Avec des données britanniques, Cloyne (2013)^b trouve un effet d'environ 0,6 % au 5^e trimestre après le choc. Renault et Savatier (2021)^c estiment l'impact sur l'inflation de chocs fiscaux allemand à partir des données de Hayo et Uhl (2014)^d. Dans le cas où l'activité économique est en dessous de son niveau potentiel (ce qui serait la situation d'une politique de monnaie hélicoptère), les estimations montrent également qu'une baisse de la fiscalité de 1 % du PIB augmente l'inflation de 0,5 point de pourcentage après 1 an.

van der Wielen W. (2020) : « The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Evidence Using Real-Time Data for the European Union », *Economic Modelling*, vol. 90.

Cloyne J. (2013) : « Discretionary Tax Changes and the Macroeconomy: New Narrative Evidence from the United Kingdom », *American Economic Review*, vol. 103, n° 4.

Renault T. et B. Savatier (2021) : « Quel impact de la monnaie hélicoptère sur l'inflation », *Focus du CAE*, n° 063-2021, juin.

Hayo B. et M. Uhl (2014) : « The Macroeconomic Effects of Legislated Tax Changes in Germany » *Oxford Economic Papers*, vol. 66.

et à l'ampleur des achats d'actifs qui ont été nécessaires pour maintenir le taux d'inflation proche de 1 % depuis 2015 (pour un stock équivalent à 30 % du PIB en 2021). Notons

par ailleurs, que la mise en place de la monnaie hélicoptère, si elle réussit à faire remonter le taux d'inflation vers sa cible, permet une normalisation plus rapide de la politique monétaire pour ce qui concerne à la fois les achats d'actifs et les taux d'intérêt. De ce point de vue, cet instrument monétaire pourrait être mieux accepté par certains pays (l'Allemagne par exemple) pour les lesquels la politique monétaire non conventionnelle de la BCE pose le plus de problèmes. Étant donné les incertitudes liées à la sortie de la crise Covid-19, nous considérons que cette stratégie contingente devrait être décidée une fois les restrictions sanitaires levées.

La monnaie hélicoptère et les politiques budgétaires et fiscales

Une critique possible de la monnaie hélicoptère est qu'en se substituant à une politique massive d'achat de dette publique elle pourrait amener à une augmentation des taux d'intérêt de long terme et donc à une augmentation du coût d'endettement pour les États qui voudraient mener une politique budgétaire plus expansionniste. Deux arguments invalident cette critique. D'une part, nous avons comme condition à la mise en place d'un programme de monnaie hélicoptère, l'incapacité des pays membres à coordonner une réponse fiscale à une situation persistante de déficit de la demande et d'inflation trop basse. La monnaie hélicoptère serait donc la conséquence et non la cause d'une absence de relance budgétaire coordonnée. D'autre part, il est dangereux de considérer la seule remontée des taux d'intérêt nominaux comme un risque pour les finances publiques. En effet, la remontée de l'inflation à la valeur de long terme de 2 %, conduira à une remontée des taux d'intérêt nominaux. Cependant, la hausse de l'inflation augmentera la dynamique des recettes fiscales pour l'État. L'effet global sur les finances publiques dépend de l'évolution de la différence entre le taux de croissance nominale et l'inflation nominale. La cible d'inflation de long terme est précisément définie pour tenir compte de cette différence. La remettre en cause dans la crise actuelle ne doit pas faire passer une impuissance supposée en choix politique.

Si la politique de monnaie hélicoptère peut se justifier en Europe par la plus grande facilité de mettre en place une politique monétaire commune, elle ne peut cependant pas se faire sans coordination avec les politiques budgétaires. Tout d'abord, il serait nécessaire que la Banque centrale – qui sert déjà d'agent fiscal aux gouvernements – puisse accéder à la liste de la population et des numéros fiscaux afin de mettre en place les transferts⁴⁶. Pour cela, il est possible qu'un vote du Conseil européen soit nécessaire et dote ainsi la BCE d'un nouvel outil de politique monétaire (*cf. supra*).

⁴⁶ Le fait que les banques centrales servent d'« agent fiscal » signifie que les banques centrales de l'Eurosystème accueillent les comptes du Trésor, c'est-à-dire les flux et sortie d'argent du Trésor public.

Recommandation 3. Donner à la BCE la faculté d'annoncer une stratégie contingente de transferts directs aux ménages au cas où la cible d'inflation de 2 % durablement n'est pas atteinte. Ces transferts seraient arrêtés une fois la convergence à la cible d'inflation assurée.

La BCE devra en outre demander au Conseil européen de coordonner les réponses fiscales à la politique de la Banque centrale. Cette coordination devra également être amorcée par la Commission européenne lors du semestre européen. Comme tout transfert, la somme versée par la BCE sera imposable dans chaque pays. Le Conseil européen doit s'engager à ce que les États n'augmentent pas leur fiscalité pour ne pas contrecarrer l'effet immédiat de la monnaie hélicoptère sur la consommation privée. Outre son importance pour l'efficacité de la mesure sur l'inflation, une telle coordination permettra également d'assurer la « neutralité fiscale » de la politique de monnaie hélicoptère de la BCE, c'est-à-dire qu'elle ne doit pas modifier la structure fiscale choisie par chaque État. Ainsi donner la même somme forfaitaire à tous les Européens réduira mécaniquement les inégalités de revenu et sera par ailleurs plus équitable si cette somme est soumise à l'impôt sur le revenu avec barème progressif.

Recommandation 4. En cas de mise en œuvre d'une politique de transfert direct aux ménages par la BCE, coordonner les politiques budgétaires européennes pour ne pas contrecarrer les effets de ce transfert sur l'inflation.

Enfin, une critique habituelle de la monnaie hélicoptère sous forme de transfert direct aux ménages souligne le risque d'une confusion préjudiciable entre la politique monétaire et la politique budgétaire⁴⁷. Il nous semble au contraire que le fait de transférer de l'argent directement à des agents entre dans le cadre des actions d'une Banque centrale puisque cette politique est *stricto sensu* de la politique (création) monétaire et qu'elle peut se faire essentiellement au nom de l'objectif principal de la Banque centrale : la cible d'inflation. Par ailleurs, contrairement à des achats d'actifs financiers, elle entre *a priori* moins en conflit avec d'autres objectifs de la Banque centrale européenne : la stabilité financière et des objectifs secondaires définis par l'Union européenne (notamment la lutte contre les inégalités et les dommages environnementaux). Enfin, et surtout, elle garantit plus l'autonomie de la politique monétaire qu'un transfert direct aux États ou un achat massif de dette publique. Cette dernière politique entraîne nécessairement la Banque centrale à se soucier du prix de la dette. Ainsi, un transfert monétaire direct aux ménages assorti d'une communication précise en termes de cible d'inflation et de stratégie de sortie est une politique qui maintient une limite claire entre l'action de la Banque centrale et celle du gouvernement. Elle doit toutefois reposer sur une coordination explicite entre politique monétaire et politique budgétaire, comme nous le proposons *supra*. La coordination impose en effet que les objectifs et instruments de chaque politique soient clairement définis⁴⁸. ●

⁴⁷ Voir notamment Blanchard O. et J. Pisani-Ferry (2019) : *The Euro Area Is Not (Yet) Ready for Helicopter Money*, Peterson Institute for International Economics, 20 novembre.

⁴⁸ Le revenu fiscal tiré du surcroît d'activité et d'inflation du fait des transferts par monnaie hélicoptère doit être mis en rapport avec le coût additionnel de la rémunération des réserves du fait de l'augmentation de ces dernières et du taux de rémunération des dépôts. Cette différence est faible et ne peut être invoquée pour justifier une déviation par rapport à la cible d'inflation de long terme.



Le Conseil d'analyse économique, créé auprès du Premier ministre, a pour mission d'éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses de ses membres, les choix du Gouvernement en matière économique.

Président délégué Philippe Martin
Secrétaire générale Hélène Paris

Conseillers scientifiques
Hamza Bennani, Jean Beuve, Claudine Desrieux,
Kevin Parra Ramirez, Thomas Renault

Ch. d'études/Économistes
Étienne Fize, Madeleine Péron,
Baptiste Savatier

Membres Yann Algan, Emmanuelle Auriol,
Anne Épaulard, Gabrielle Fack, François Fontaine,
Maria Guadalupe, Xavier Jaravel, Sébastien Jean,
Camille Landais, Philippe Martin, Isabelle Méjean,
Thomas Philippon, Xavier Ragot, Katheline Schubert,
Claudia Senik, David Sraer, Stefanie Stantcheva,
Jean Tirole

Correspondants
Dominique Bureau, Ludovic Subran

Les Notes du Conseil d'analyse économique
ISSN 2273-8525

Directeur de la publication Philippe Martin
Rédactrice en chef Hélène Paris
Réalisation Christine Carl

Contact Presse Christine Carl
christine.carl@cae-eco.fr Tél. : 01 42 75 77 47

La BCE remonte ses taux à leur plus haut niveau depuis 2001

Comme attendu, la Banque centrale européenne a relevé jeudi ses taux directeurs d'un quart de point à l'issue de sa dernière réunion de politique monétaire. Elle a confirmé l'arrêt de certains réinvestissements. Elle ne prévoit pas de nouvelles offres de liquidité pour les banques.

Par [Guillaume Benoit](#)

Pas de pause dans l'ascension des taux de la Banque centrale européenne. L'institution de Francfort a procédé jeudi à un nouveau relèvement de ses taux directeurs - le huitième d'affilée - d'une ampleur d'un quart de point.

Le taux de dépôt est passé à 3,5 %, le taux de refinancement à 4 % et celui de la facilité de prêt marginal à 4,25 %. Le taux de dépôt évolue désormais à son plus haut niveau depuis mai 2001.

Pressions inflationnistes

Cette décision était attendue. Certes, l'inflation globale [a bien décéléré en mai](#). Mais la présidente de la BCE, Christine Lagarde, a rappelé qu'il n'y avait pas de signes clairs que l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) avait atteint son pic. Elle s'est inquiétée notamment des pressions inflationnistes provoquées par les hausses de salaires.

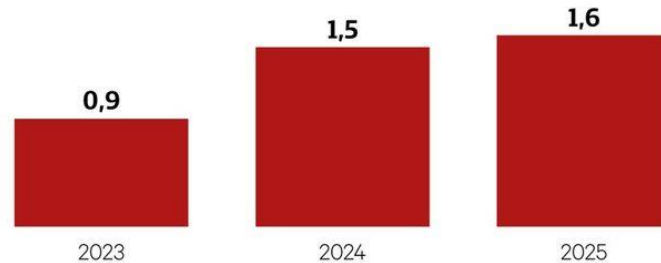
La BCE a publié ses nouvelles projections économiques. Si celles portant sur l'inflation globale sont restées assez stables, les anticipations d'inflation sous-jacente ont été revues significativement à la hausse pour 2023 et 2024. Elles sont passées respectivement de 4,6 % et 2,5 % à 5,1 % et 3 %. En cause, une progression des rémunérations qui dépasse 4,6 % en moyenne. Même si, pour l'instant, la BCE ne constate pas de spirale prix-salaires qui s'autoalimenterait.

Les prévisions portant sur la croissance européenne ont été abaissées, pour prendre en compte notamment le fait que la zone euro est entrée en légère récession. Un signe que le resserrement monétaire commence à porter ses fruits, tout comme la contraction de l'activité des prêts bancaires en zone euro. Cela ne devrait pas faire dévier la BCE. « Nous n'envisageons pas de faire une pause », a déclaré Christine Lagarde.

Les prévisions macroéconomiques pour la zone euro

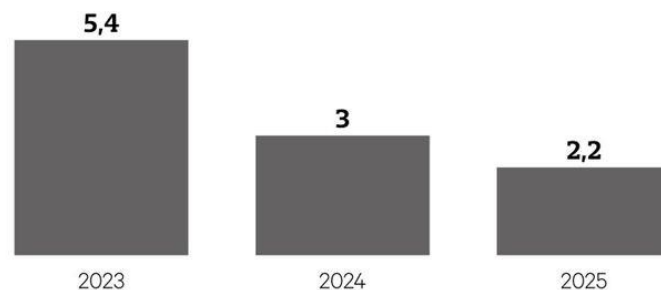
Croissance

Variation annuelle du PIB, en %



Inflation

En glissement annuel, en %



SOURCE : BCE



Une ou deux hausses minimum

Mercredi, [la Réserve fédérale américaine avait choisi de maintenir le statu quo](#) sur ses taux. Tout en indiquant qu'elle pourrait reprendre les hausses si nécessaire. Du côté de Francfort, le message est resté ferme. « Nous ne sommes pas arrivés à notre destination. Sauf changement important de notre scénario, nous continuerons très probablement à relever nos taux en juillet », a prévenu Christine Lagarde.

Le débat s'était amplifié ces dernières semaines au sein du Conseil des gouverneurs. S'il apparaît que la BCE n'est plus très loin de son taux terminal (celui où elle arrêtera ses hausses), les avis sont partagés sur l'opportunité de procéder à un tour de vis en septembre. La BCE a rappelé que les décisions seront prises avant tout en fonction des données.

Les plus fervents partisans de l'orthodoxie monétaire poussent pour une poursuite du cycle de resserrement. Le fait que la banque centrale relève ses prévisions d'inflation, et la formulation employée dans le discours (détermination à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de l'objectif de 2 % à moyen terme) laissent la porte ouverte à plusieurs

hausse de taux. « La BCE ne peut pas se permettre de se tromper sur l'inflation, analyse Carsten Brzeski, chez ING. La Banque veut et doit être sûre d'avoir tué le dragon de l'inflation avant d'envisager un changement de politique. »

Fin des réinvestissements

La BCE a également confirmé [l'arrêt définitif des réinvestissements dans le cadre de son principal programme d'achat d'actifs](#) (Asset purchase programme ou APP). C'est-à-dire qu'elle laissera les obligations de son portefeuille arriver à maturité sans racheter d'autres titres avec les montants issus de ces remboursements. Déjà, elle avait réduit à 15 milliards d'euros son intervention mensuelle sur les marchés au titre des réinvestissements de l'APP. Le retrait de liquidité devrait désormais approcher les 30 milliards par mois.

L'objectif est de dégonfler le bilan de la banque centrale, qui a atteint des niveaux stratosphériques (près de 9.000 milliards d'euros) dans le cadre des mesures d'aides à l'économie. Plus que l'arrêt des achats obligatoires, c'est le remboursement des TLTRO qui devrait avoir le plus d'impact en termes de réduction du bilan. Les banques vont en effet rembourser pour plus de 500 milliards d'euros de ces prêts de long terme aux taux très attractifs le 28 juin prochain.

La BCE n'a pas prévu de prolonger ces TLTRO, ni de proposer de nouvelle source de financement exceptionnelle. Ce qui pourrait poser problème à certains établissements bancaires de petite taille, notamment en Europe du Sud, qui n'ont pas forcément les dépôts nécessaires pour rembourser l'intégralité de leur dû. Interrogée précédemment, Christine Lagarde avait indiqué que la facilité de refinancement de la BCE - désormais à 4 % - était notamment disponible pour faire face à cette situation.