



Paris, le 16 juin 2021

Que peut encore faire la Banque centrale européenne ?

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. Dans cette nouvelle *Note du CAE*, **Philippe Martin**, **Éric Monnet** et **Xavier Ragot** discutent des instruments utilisés par la BCE depuis 2010 et proposent un nouvel instrument de dernier ressort pour faire face à une prochaine crise : la monnaie hélicoptère. Cette stratégie contingente de relance de l'inflation se traduirait par des transferts directs aux ménages par la Banque centrale européenne, qui seraient arrêtés une fois la convergence à la cible d'inflation assurée. La BCE, dotée de ce nouvel outil, assorti d'une communication claire et précise de sa part, pourrait ainsi gagner en efficacité vis-à-vis de sa cible d'inflation et limiter l'accroissement continu des programmes d'achats d'actifs avec leurs effets collatéraux.

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

La politique non conventionnelle des banques centrales depuis 2008 a contribué à éviter un enchaînement de crises financières et une situation déflationniste. Ces instruments de politique monétaire ont été utiles et nécessaires, mais pas suffisants pour relancer l'inflation et ancrer les anticipations d'inflation autour de 2 %. La BCE anticipe ainsi un taux d'inflation moyen égal à 1,5 % en 2022 (puis de 1,4 % en 2023). Les programmes massifs de rachat d'actifs – augmentés davantage encore avec la crise du Covid-19 – ont entraîné une explosion de la taille du bilan de la BCE qui approche ainsi 60 % du PIB de la zone euro. La BCE détient actuellement près d'un quart du stock des dettes publiques de chaque pays européen. À titre de comparaison, ces montants sont sans précédent historique en temps de paix. L'incapacité à atteindre son objectif d'inflation pose une question majeure en ce qui concerne la crédibilité de la Banque centrale.

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. Les auteurs distinguent et discutent des quatre critiques principales fréquemment formulées : l'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, le traitement privilégié des dépôts des banques à la Banque centrale (« *tiering* ») et la dominance budgétaire due à la détention élevée de dette publique.

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

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. Une première réforme proposée dans cette *Note* consiste à passer 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 %.

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.

Cependant, pour que cet engagement soit crédible, la BCE doit se doter de nouveaux outils. L'augmentation de la prise de risque, la rémunération négative des dépôts ou l'annulation de la dette ne sont – selon les auteurs de cette *Note* – pas souhaitables. Ils proposent un nouvel outil, en dernier ressort, au nom de l'objectif principal de la BCE qu'est la cible d'inflation et pour limiter l'accroissement continu des programmes d'achats d'actifs : la monnaie hélicoptère. Cette stratégie de transferts directs aux ménages pour permettre à la BCE d'atteindre sa cible d'inflation pourrait être mise en place en cas de faible reprise économique et d'impossibilité de mise en place de plans de relance budgétaire à l'échelle européenne.

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.

Pour augmenter l'inflation d'un demi-point de pourcentage par exemple, il faudrait un transfert d'environ 1 % du PIB de la zone euro, soit 120 milliards d'euros. Cela représente un transfert d'environ 385 euros par individu de plus de 15 ans en zone euro. Ces transferts permettraient une relance de la consommation et de l'inflation. Les transferts seraient arrêtés une fois la cible d'inflation atteinte et les anticipations d'inflation ancrées autour de 2 %. Un tel montant est relativement faible par rapport à l'ampleur des achats d'actifs (*quantitative easing*) réalisés depuis 2015.

Un transfert aux ménages par la Banque centrale peut se justifier en Europe par la plus grande facilité de mettre en place une politique monétaire commune. Cependant, afin d'être efficace, il est nécessaire que cet instrument de la politique monétaire ne soit pas contrecarré par la mise en place de politiques budgétaires restrictives de la part de certains États.

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.

Retrouvez les *Notes du CAE* sur www.cae-eco.fr

À propos du Conseil d'analyse économique

Placé auprès du Premier ministre, le Conseil d'analyse économique a pour mission d'« éclairer, par la confrontation des points de vue et des analyses, les choix du gouvernement en matière économique ». Il est composé d'économistes universitaires et de chercheurs reconnus et réalise en toute indépendance ses travaux qu'il rend publics. Les opinions exprimées dans les Notes du CAE sont celles de leurs auteurs et n'engagent ni le Conseil, ni le Président délégué, ni bien entendu le Premier ministre.

Contact Presse

Christine CARL

01 42 75 77 47

Suivez [@CAEinfo](https://twitter.com/CAEinfo) sur Twitter



christine.carl@pm.gouv.fr

Courriel itinérant : christine.carl@cae-eco.fr