



# Que peut encore faire la Banque centrale européenne ?

**Philippe Martin,**

Sciences Po, Membre du CAE

**Éric Monnet**

EHESS et École d'économie de Paris (PSE)

**Xavier Ragot**

OFCE, Sciences Po, Membre du CAE

# Objectifs de la *Note*

- Bilan de la **politique monétaire** en Europe
  - Capacité à atteindre son objectif principal (inflation  $\approx$  2 %)
  - Nouveau contexte (Covid-19, Plan Biden)
  - Outils utilisés et leurs critiques
- Réflexion sur les autres **outils disponibles** pour la BCE pour augmenter taux d'inflation (cadre juridique et effets potentiels)
- Analyse d'un outil particulier en dernier ressort : **transfert monétaire direct aux ménages** par la BCE (« monnaie hélicoptère »). Coordination avec politique budgétaire

# Le taux d'inflation est durablement inférieur à la cible

**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 %.

- Prévisions d'inflation en sortie de Covid-19 restent modérées, malgré effet de rattrapage et politique budgétaire accommodante. Aux États-Unis, avec Plan Biden, autour de 2,5-3 %. Plus faible en zone euro, du fait de moindre ampleur du plan de relance (prév. BCE : 1,5 % en 2022 puis 1,4 % en 2023)

# ... malgré la politique très active de la BCE

- Faible inflation en dépit de politique très accommodante de BCE et QE depuis 2015. Outils principaux : achat de titres financiers (dont dette publique) et taux négatifs. Efficaces et nécessaires pour éviter déflation et crise, mais insuffisants pour cible de 2 %
- Lien entre inflation et chômage ou production (courbe Phillips) est plus faible qu'avant. Politique monétaire doit être d'autant plus forte pour agir sur 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 outils actuels de la BCE sont-ils suffisants et encore appropriés pour ↑ inflation ?

## Critiques (répandues)

- Impact sur les inégalités (impact sur valeur du patrimoine clair et dominant, cf. Focus CAE de Bennani, Fize et Paris, 2021)
- Achat d'actifs polluants (grand débat, déjà bien pris en compte par banques centrales)
- Politique de *tiering* (besoin d'évaluations étant donné controverses et impact sur revenus de la BCE)
- Risque de dominance budgétaire ( $\approx 25\%$  dette pub. détenue par BCE)

**Conclusion** : effets collatéraux importants de QE, besoin de discuter d'autres possibilités

**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 BCE : cadre juridique

**Mandat de la BCE** : « sans préjudice pour la stabilité des prix », « soutenir les politiques générales dans l'UE » et en agissant « conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources »

**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 (1/2)

- **Communication** : sur-ajustement de l'inflation par rapport à sa cible pour compenser la faible inflation passée
- Ou la symétrisation de la cible
  - On passerait de « inférieure mais proche de 2 % » à « autour 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.

- Toutefois, peu probable que la communication soit suffisante sans action (instruments existants ou nouveaux)

# Les autres instruments à disposition de la BCE (2/2)

Autres solutions proposées dans débat public ou par autres banques centrales

- Augmenter la prise de risque (achat d'actions, prêts directs)  
→ peut être utile pour stabilité financière en cas de crise, mais fort effets distributifs, et pas d'effets clairs sur inflation
- Accepter des dépôts à la Banque centrale et les rémunérer négativement  
→ pas à l'ordre du jour
- Annulation de la dette publique  
→ aucun effet attendu sur l'inflation ou stabilité financière

# Autre solution : monnaie hélicoptère

- Solution radicale mais déjà discutée et envisagée, y compris par anciens banquiers centraux (Ball, Gagnon, Honohan et Krogstrup, 2016 ; Bartsch, Boivin, Fischer et Hildebrand, 2019)
- Transfert monétaire direct de la Banque centrale
  - À l'Etat
  - Aux individus
- Théoriquement, de forts effets (*cf.* Friedman, 1969 ; Bilbiie, Martin-Baillon et Saint-Paul, 2021 ; Gali, 2020 ; Bernanke, 2016 ; Bilbiie et Ragot, 2020 ; etc.)
- Dans cadre UE, seule l'option 2 est possible (contrairement aux États-Unis)

# Politique de monnaie hélicoptère en dernier ressort

- Un instrument pour une stratégie contingente de relance de l'inflation
  - Reprise insuffisante ne permettant pas d'atteindre la cible d'inflation
  - Déficit persistant de la demande, non compensé par nouveau plan de relance budgétaire UE
- Outil de politique monétaire ajusté et interrompu en fonction de l'évolution de l'inflation
- La politique budgétaire et fiscale ne doit pas contrecarrer l'action de la Banque centrale

# Avantages de la politique de monnaie hélicoptère

- Communication de la Banque centrale
  - Effets de communication (donc anticipations) potentiellement + larges
  - Stratégie de sortie claire
- Moins d'effets collatéraux sur l'économie (inégalités, profits des banques)
- Permet en zone euro
  - Une mise en place malgré les contraintes budgétaires
  - D'éviter les problèmes de coordination des plans nationaux

# La monnaie hélicoptère en pratique

- Solutions de « coupon monétaire » : chèque, carte prépayée ou porte-monnaie virtuel avec code d'accès. Chèque insuffisant pour individus non bancarisés
- Date limite d'utilisation du coupon monétaire pour encourager à la consommation



# Quel impact sur l'inflation ?

## Encadré et Focus CAE

2 méthodes différentes ; des résultats convergents

- Combiner 2 élasticités
  - Impact transfert sur conso (généralement MPC = 0,5 selon estimations usuelles)
  - Élasticité conso/inflation (1 selon notre estimation, à partir de choc exogène de politique monétaire)
    - transfert de 1 % à un impact de 0,5 % sur conso et 0,5 pp sur inflation
- Impact de choc fiscal sur inflation en contexte de politique monétaire accommodante. Données zone euro (van Der Wielen, 2020) : 1 % PIB > 0,5 pp inflation. Résultat similaire dans le *Focus CAE* (Renault et Savatier, 2021) sur les données allemandes (Hayo et Uhl, 2014) en situation de PIB sous potentiel. Horizon 1 an

Hypothèses volontairement fortes pour éviter de proposer des montants de monnaie hélicoptère avec impact trop fort sur inflation (possibilité de répéter transfert si besoin)

## 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.

Montants faibles au regard du bilan actuel de la BCE (proche 60 % du PIB)

# Critiques : monnaie hélicoptère et budget de l'État

- Risque augmentation des taux d'intérêt ?
  - Pour la dette publique, penser en terme nominal (MH fait aussi augmenter recettes de l'État)
- Risque de confusion entre politique monétaire et budgétaire : avec un objectif clair de cible d'inflation, meilleure garantie de l'autonomie de la politique monétaire (objectif et stratégie de sortie purement BCE)
- Une coordination entre politique monétaire et politique budgétaire est toutefois indispensable pour permettre mise en œuvre et éviter fiscalité qui annule effet du transfert monétaire
- Si contrepartie de MH est actif perpétuel à taux zéro, pas de perte pour BCE et États. Coût éventuel de rémunération des réserves à moyen terme largement compensé par recettes (*cf. Focus CAE sur bilans de BCE*)

# La monnaie hélicoptère nécessite accord et coordination des États

**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 durablement atteinte. Ces transferts seraient arrêtés une fois la convergence à la cible d'inflation assurée.

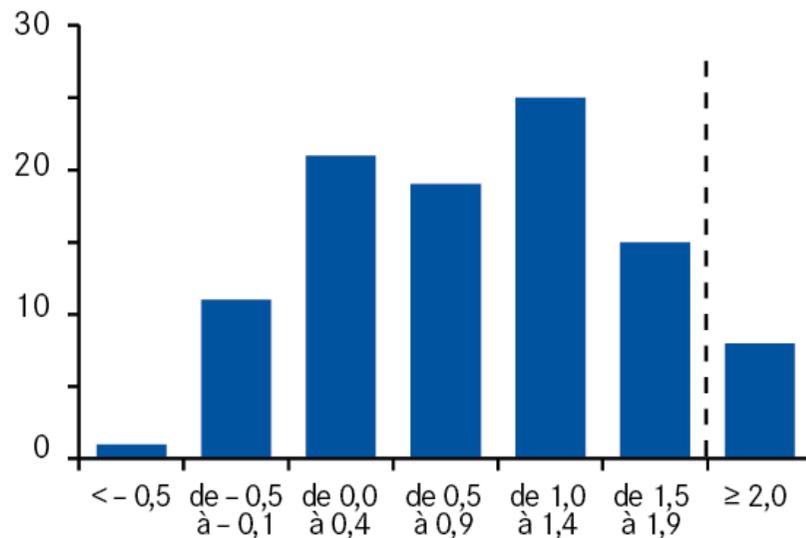
**Recommandation 4.** En cas de mise en œuvre d'une politique de transfert direct aux ménages par la BCE, coordonner les politiques budgétaires européennes pour ne pas contrecarrer les effets de ce transfert sur l'inflation.

# ANNEXES

# Le taux d'inflation est durablement inférieur à la cible

**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 %.

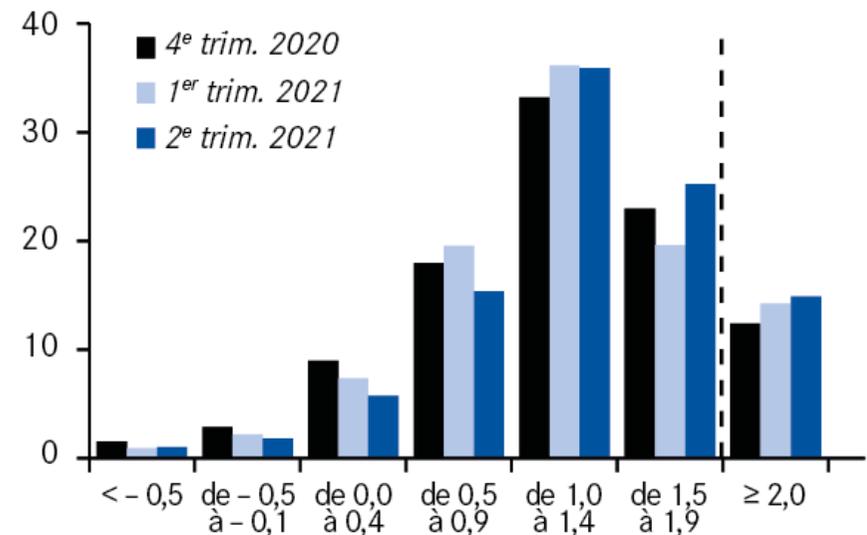
**Distribution de l'inflation mensuelle en zone euro de 2013 à 2021**



*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.

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



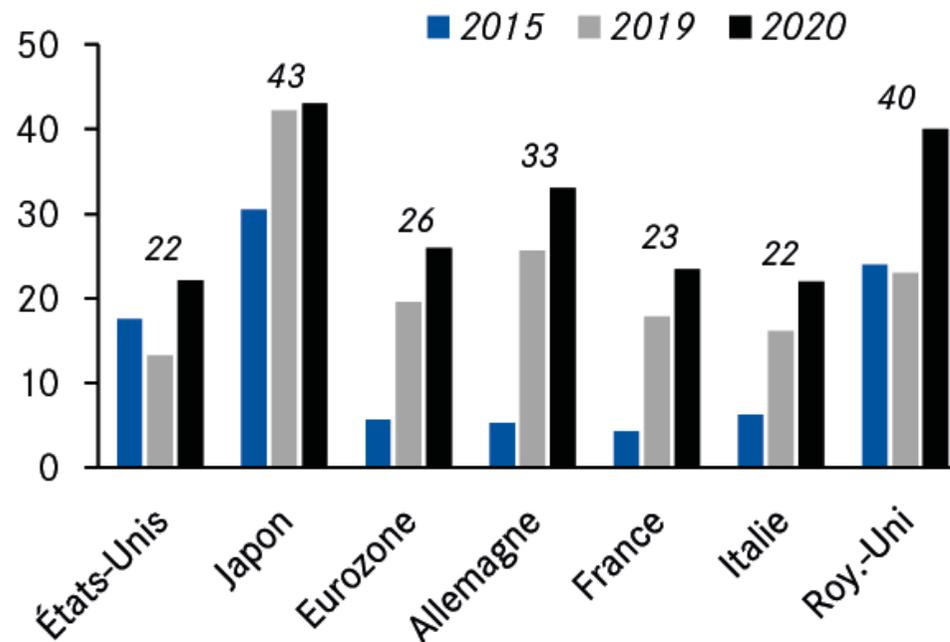
*Lecture :* L'axe horizontal représente la valeur mensuelle moyenne du taux d'inflation et l'axe vertical le pourcentage des prévisionnistes qui pensent la valeur mensuelle de l'inflation projetée sur l'axe horizontal.

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



# Des politiques monétaires non conventionnelles et la forte hausse de la détention de dettes publiques par la BCE

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.

# Un changement de contexte économique et international

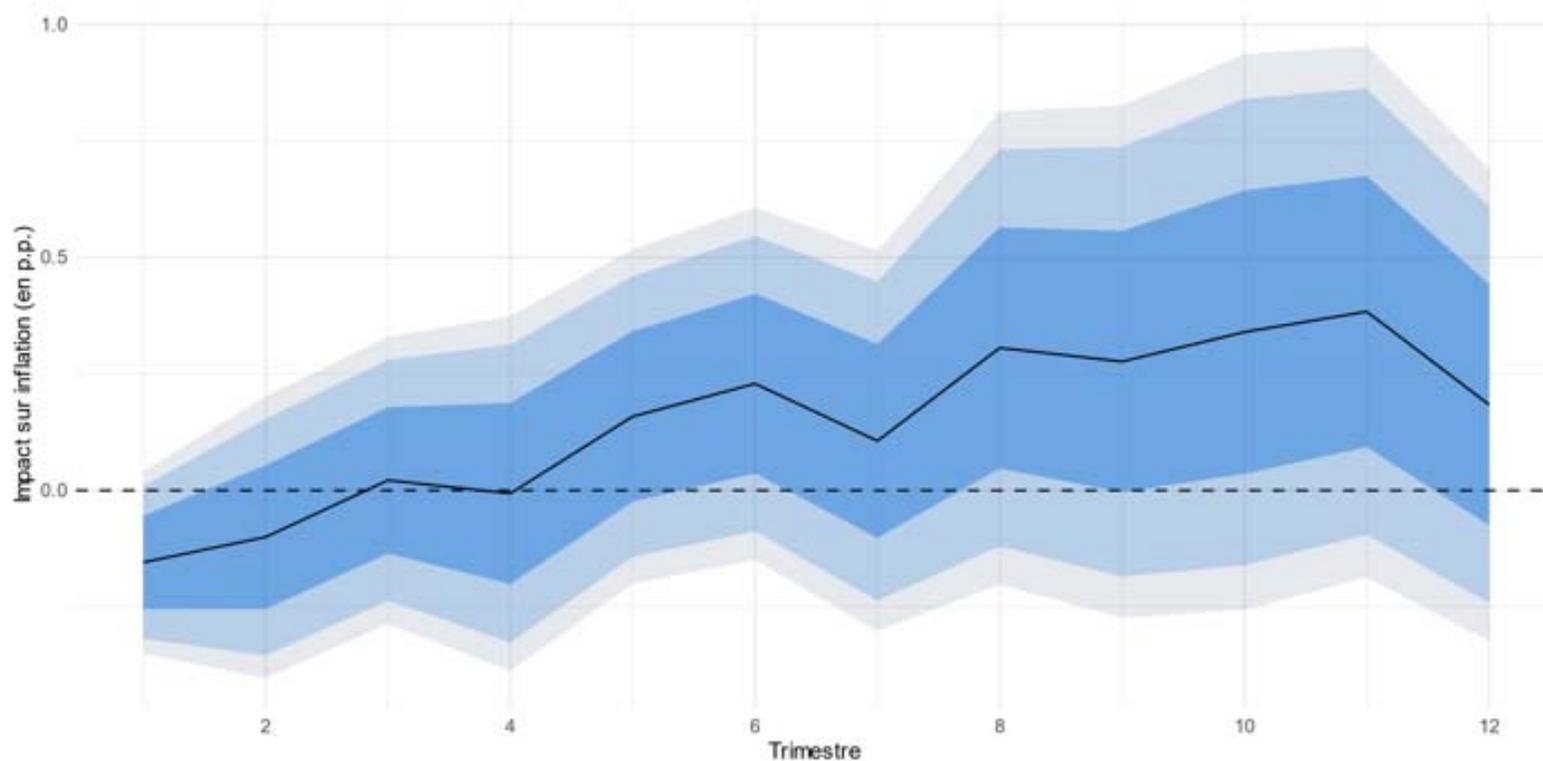
Plan Biden aux États-Unis de 1 900 milliards de dollars

- L'inflation aux États-Unis pourrait atteindre 2,5-3 % à la fin de l'année
- Facteurs déflationnistes liés à la crise du Covid (chômage, perte de capital humain, risques de faillite)



# Quel impact sur l'inflation ? (1/2)

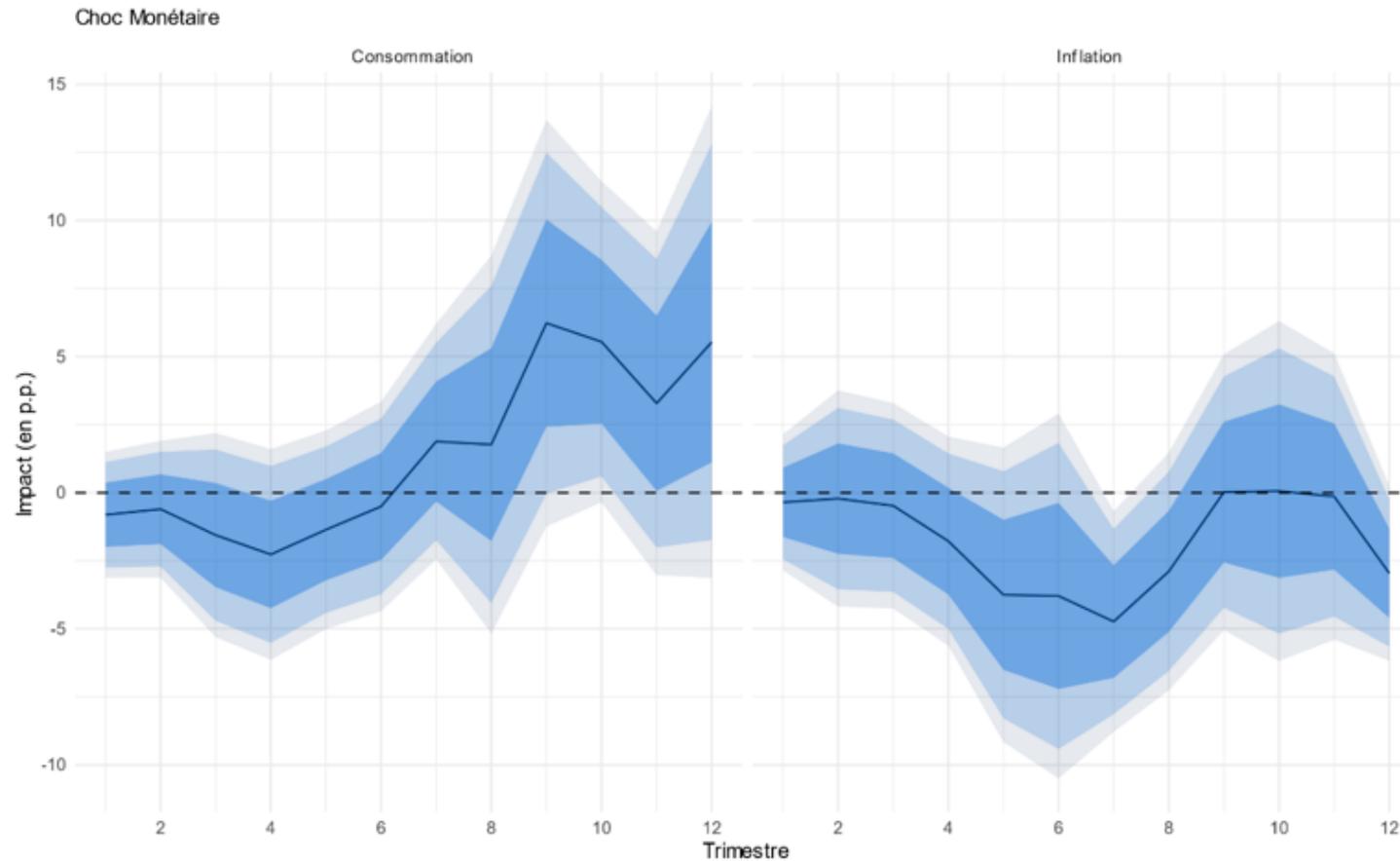
Effet d'une diminution exogène de l'impôt de 1 point de PIB sur l'inflation à l'horizon de 12 trimestres en Allemagne



Source : Auteurs à partir des données de Hayo et Uhl (2014).

# Quel impact sur l'inflation ? (2/2)

## Effet d'une augmentation exogène du taux de la BCE sur la consommation et l'inflation



Source : Auteurs à partir des chocs monétaires de Kerssenfischer (2019).