

La BCE ne se pose pas assez les bonnes questions (Patrick Artus)

Les annonces récentes de Mario Draghi (probablement baisse du taux d'intérêt des dépôts des banques à la BCE et réouverture du Quantitative Easing) montrent un fonctionnement assez « simpliste » de la BCE : l'inflation reste inférieure à l'objectif d'inflation, l'inflation anticipée recule, donc la politique monétaire devient plus expansionniste.

Malheureusement, ce comportement basique de la BCE montre qu'elle ne répond à aucune des questions importantes aujourd'hui pour la politique monétaire. Que doit faire la BCE si définitivement l'inflation ne revient pas dans la zone euro ? Les taux d'intérêt nuls ou négatifs n'ont-ils pas des effets de contraction de l'économie ? La politique budgétaire sera-t-elle définitivement la seule manière de répondre à un ralentissement de l'économie ?

Un comportement assez basique de la BCE. L'inflation sous-jacente de la zone euro reste très faible (autour de 1%), malgré la baisse du chômage (7,3% le plus bas niveau depuis 2008), et l'inflation anticipée recule. Ceci amène la BCE à annoncer, au début de juin 2019. Le maintien de taux d'intérêt nuls ou négatifs au moins jusqu'à la fin du 1er semestre 2020 ; la mise en place d'un TLTRO III (financement à long terme des banques), avec un coût de financement des banques pouvant descendre jusqu'à - 30 points de base ; sa capacité à passer à une politique monétaire beaucoup plus expansionniste en cas de besoin (baisse du taux d'intérêt des dépôts, réouverture du Quantitative Easing). Il est probable que la BCE va baisser ses taux d'intérêt en novembre 2019.

Cette réaction simpliste de la BCE à l'évolution de l'inflation est frustrante, car elle ne donne aucune réponse à trois questions importantes. Il y a en effet trois questions auxquelles la BCE ne répond pas.

La première question est la suivante : que doit faire la BCE si définitivement l'inflation ne revient pas dans la zone euro ? Malgré le recul du chômage, l'inflation ne revient pas dans la zone euro, à la fois parce que les coûts salariaux augmentent peu et parce que les entreprises de la zone euro manquent de pricing power et ne peuvent pas passer leurs coûts dans leurs prix.

La question à laquelle la BCE doit répondre est donc : que doit-elle faire si définitivement l'inflation ne revient pas ? Elle ne va pas simplement rendre sa politique monétaire de plus en plus expansionniste en regardant l'inflation osciller autour de 1%. La deuxième question pour la BCE est la suivante : les taux d'intérêt nuls ou négatifs n'ont-ils pas des effets très défavorables ?

Le premier problème est que les taux d'intérêt très bas sur les crédits et les taux d'intérêt négatifs sur les dépôts à la Banque Centrale affaiblissent les banques, donc peuvent réduire l'offre de crédit et devenir donc restrictifs. Le rendement des fonds propres des banques de la zone euro est aujourd'hui de 5% contre 15% en 2007, ce qui implique que les banques ne

peuvent plus attirer de capital et se développer. Ceci contribue à expliquer que le crédit ne progresse que de 2% par an dans la zone euro.

Le second problème est que les taux d'intérêt durablement nuls conduisent à des déséquilibres financiers : bulles sur les prix de l'immobilier, incitation pour un certain nombre d'États à continuer à s'endetter. Le prix de l'immobilier résidentiel est au début de 2019 déjà 15% plus élevé qu'en 2007. La BCE mentionne qu'elle ne considère pas aujourd'hui que ces différentes menaces sont très sérieuses.

La troisième question pour la BCE est la suivante : la politique monétaire a-t-elle définitivement cessé de pouvoir être utilisée pour lutter contre un ralentissement économique ? La BCE dit qu'elle a encore beaucoup de marges de manœuvre, mais quand les taux d'intérêt à long terme sont aussi bas (-0,3% en Allemagne, 0% en France), on voit bien que ce n'est pas vrai.

En réalité, si la croissance ralentissait vraiment dans la zone euro, c'est seulement la politique budgétaire qui pourrait être utilisée, ce qui est un problème compte tenu du niveau déjà très élevé de l'endettement public.

Finalement, la BCE est-elle « simpliste » ou cache-t-elle son vrai objectif ? La politique menée par la BCE peut faire penser qu'elle est « simpliste » : elle mène une politique monétaire ultra-expansionniste tant que l'inflation est faible en ignorant les autres problèmes : que se passe-t-il si l'inflation ne revient pas, quels sont les coûts des taux d'intérêt zéro, la politique monétaire a-t-elle définitivement perdu son rôle contracyclique ?

Mais peut-être le véritable objectif de la BCE est-il différent : créer une surchauffe de l'économie pour aider à réduire le chômage structurel, ou bien solvabiliser les budgets de tous les pays de la zone euro pour éviter une crise des dettes publiques et une crise politique.