

## Quelles questions pour la nouvelle Présidente de la BCE en 2020 ? (Patrick Artus)

Au moment où la France profite des taux d'intérêt très bas pour lever des quantités jamais vues sur les marchés de dettes publiques, nous pensons que la nouvelle Présidente de la BCE en 2020 devra répondre à trois questions centrales pour la politique monétaire de la zone euro. Faut-il que la BCE ait un autre objectif que l'inflation ? Quels sont les avantages et les inconvénients des taux d'intérêt nuls et négatifs, et lesquels l'emportent ? La remontée des taux d'intérêt est-elle possible ?

La première question pour la BCE est de savoir si elle doit abandonner l'objectif d'inflation (l'inflation targeting) ? Il apparaît clairement maintenant que la forte baisse du chômage dans la zone euro n'amène qu'une accélération limitée du coût salarial unitaire (il progresse de 2% par an, contre plus de 5% en 2008), avec la perte de pouvoir de négociation des salariés ; et n'amène aucune inflation (l'inflation de la zone euro est de 1,0%) avec l'incapacité des entreprises de la zone euro à passer les hausses de leurs coûts dans leurs prix.

Si l'inflation de la zone euro n'est plus liée au cycle, la BCE ne peut pas normalement conserver un objectif d'inflation : elle devrait réfléchir à d'autres objectifs : position cyclique de l'économie, croissance nominale (en valeur).

La seconde question pour la BCE est de savoir si les taux d'intérêt nuls n'ont pas des effets négatifs sous-estimés. Les taux d'intérêt nuls ou négatifs de la zone euro ont des effets favorables (redistributifs) connus : ils soutiennent tous les agents économiques endettés (États, ménages emprunteurs, entreprises), ils assurent leur solvabilité.

Mais ne sous-estime-t-on pas les effets négatifs des taux d'intérêt nuls ? On voit en effet apparaître aujourd'hui l'affaiblissement des banques (le rendement des fonds propres des banques de la zone euro n'est que de 5% contre 15% avant la crise) avec les taux d'intérêt très faibles des crédits et les taux d'intérêt négatifs sur les dépôts des banques à la BCE.

On voit aussi l'apparition d'entreprises zombies, maintenues artificiellement en vie par la baisse des intérêts sur leur dette et qui représentent plus de 12% de l'ensemble des entreprises ; le retour d'une bulle immobilière (les prix de l'immobilier résidentiel sont aujourd'hui dans la zone euro 14% plus élevés qu'en 2007) ; l'apparition de sorties de capitaux ; et enfin la taxation perpétuelle des épargnants et des banques avec les taux d'intérêt anormalement bas par rapport à la croissance : les intérêts reçus par les ménages sont passés de 4,5% du PIB en 1998 à 0,6% aujourd'hui.

Ne pourrait-on pas envisager que ces effets défavorables des taux d'intérêt nuls pourraient l'emporter sur leurs avantages ?

La troisième question pour la BCE est celle de savoir si la remontée des taux d'intérêt est possible. La question est ici celle de l'irréversibilité des taux d'intérêt nuls. Lorsque les taux

d'intérêt ont été durablement très bas toute la dette (la dette publique de la zone euro représente 85% du PIB, la dette privée 162% du PIB) est une dette à taux d'intérêt très bas, et la remontée des taux d'intérêt serait désastreuse aussi bien pour les emprunteurs dont le coût de la dette remonterait que pour les détenteurs d'obligations qui feraient d'énormes moins-values en capital.

La BCE va donc devoir trancher en 2020, mais ses conclusions peuvent être contradictoires quant à ces trois questions. La BCE peut par exemple décider qu'elle doit abandonner l'inflation targeting (le contrôle de l'inflation) au profit du suivi du cycle, d'où normalement une hausse des taux d'intérêt ; que les inconvénients vus plus haut des taux d'intérêt nuls sont graves ; mais que, pourtant, elle ne peut pas remonter les taux d'intérêt en raison du risque induit de crise de la dette.

C'est cette contradiction qui est potentiellement grave. Maintenir les taux d'intérêt bas dans la zone euro est dangereux, si cela ne ramène pas d'inflation, et a beaucoup d'inconvénients. Mais remonter les taux d'intérêt est aussi dangereux, avec le risque de crise des emprunteurs et des investisseurs obligataires.