

QUAND LA BCE JOUE SUR LES TAUX, DOIT-ELLE AUSSI ANTICIPER LES EFFETS QU'AURONT CES DÉCISIONS SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE ?

*Interview de Christophe Blot,
Directeur adjoint, Département Analyse et
Prévision de l'Observatoire Français
des Conjonctures Economiques*



*Propos recueillis par Heloïse Broncard et
Catalina Amaris - Master in Management,
ESCP Europe*



En préambule, pourriez-vous rapidement résumer pourquoi la BCE a-t-elle monté les taux d'intérêts à partir de juillet 2022 ?

Depuis la signature du traité de Maastricht, le rôle de la BCE est de veiller à la stabilité des prix dans la zone Euro.

Dans le cadre de son mandat, la BCE bénéficie d'une certaine souplesse dans son interprétation de la stabilité des prix : depuis l'été 2021, elle se fixe pour objectif de maintenir l'inflation à 2%. Avant cette date, la BCE indiquait qu'elle ciblait une inflation inférieure mais proche de 2%.

La BCE dispose de plusieurs outils de politique monétaire, principalement le taux d'intérêt mais également des politiques de bilan (utilisées pendant la crise notamment).

Jusqu'ici, la BCE avait une politique monétaire plus expansionniste, dans laquelle elle faisait des achats d'actifs ce qu'elle justifiait par la faiblesse de l'inflation. Maintenant que l'inflation est supérieure à sa cible, la BCE a décidé de changer d'orientation : en mettant un terme aux programmes d'achats d'actifs qu'elle avait lancé (entre la fin de l'année

2021 et le début de l'année 2022) et en augmentant les taux d'intérêt (afin de ramener l'inflation vers la cible de 2%) afin de jouer sur les prix d'actifs en durcissant sur les conditions de financement (taux d'intérêts des dettes d'états et d'entreprises) pour ralentir l'inflation.

Une grande partie de l'inflation dans la zone euro est néanmoins liée aux hausses des prix de l'énergie (pétrole et gaz) de 2021 et 2022, ces prix étant indépendants des conditions économiques de la zone Euro et liées aux marchés mondiaux.

La BCE est consciente qu'elle ne pourra pas agir directement sur le prix de l'énergie : toutefois, l'augmentation des prix de l'énergie se diffusant sur l'ensemble des prix (effet de second tour), elle se doit toutefois de réagir. Afin de limiter cette diffusion d'une part, et d'autre part pour éviter que les agents économiques ne fassent des anticipations d'inflation plus élevées (lorsque les ménages, les entreprises ou salariés anticipent l'inflation, ce qui alimenterait encore plus l'inflation), la BCE augmente donc les taux d'intérêts.

Quel pourcentage de l'inflation peut-on attribuer à la montée des prix de l'énergie ?

L'inflation est un indice des prix des biens et services en prenant un panier de consommation de référence (alimentaire, énergie, téléphonie...) basé sur des enquêtes de relevé de prix.

On peut, grâce à ces relevés, mesurer la contribution de l'évolution des prix de l'énergie à l'inflation totale : c'est la contribution brute, de premier ordre.

A partir de l'ensemble des données par Eurostat, on obtient assez facilement ces informations. Jusqu'en février 2023, la contribution des hausses de prix de l'énergie à l'inflation était positive avec un pic atteint en octobre 2022 où cette contribution était de 4,5 points sur les 10,6% d'inflation observée (soit 42% de l'inflation totale).

Il convient également de prendre en compte une contribution indirecte, de second ordre : le coût de l'énergie se répercute également sur le reste des prix. Elle est plus délicate à calculer car elle nécessite des modèles plus précis qui permettent déterminer la diffusion des prix de l'énergie.

Selon les dernières prévisions de la Banque mondiale¹, l'inflation devrait être plus forte dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, notamment en 2023. Comment cela va-t-il se traduire concrètement pour les entreprises européennes et leur développement, notamment international ? Quel impact cela aura-t-il sur les investissements étrangers, notamment en France ?

La politique monétaire souffre d'un important délai de transmission. On estime généralement le délai entre la prise de décision de la banque centrale et les répercussions sur l'activité économique de 12 à 18 mois.

Ce délai assez long rend difficile d'isoler les réelles conséquences des politiques monétaires de la BCE, car d'autres facteurs peuvent jouer un rôle significatif entre-temps, comme des mesures budgétaires ou des chocs énergétiques.

Quels effets de la politique monétaire peut-on espérer ? Les répercussions se feront via les conditions de financement, donc directement sur les marchés. Cela se traduira par une baisse des cours boursiers et une montée des taux d'intérêt.

Les taux publics à long-terme, à 10 ans, sont ainsi bien plus élevés qu'il y a 2 ans : d'une part en raison de la hausse des taux et d'autre part en raison de l'anticipation d'inflation. Il y a également une correction assez nette des indices boursiers.

Les projets de croissance externe des entreprises souffrent mécaniquement de cette hausse des taux, qu'il s'agisse d'une PME qui demande un prêt auprès de sa banque, ou d'une plus grosse entreprise qui devra emprunter à des taux plus importants sur les marchés. Les capacités d'investissement sont par conséquent largement impactées.

Les politiques monétaires visant à freiner l'économie ont donc indirectement pour effet de limiter le développement des entreprises, dans un contexte d'anticipation d'une demande moins forte.

C'est donc un ensemble de nouvelles macroéconomiques moins bonnes en 2023 par rapport aux années précédentes par une conjonction du choc des prix de l'énergie, qui va pénaliser la demande des ménages, et par un choc des conditions de financement via un durcissement de la politique monétaire.

Au niveau international, ce contexte inflationniste n'est pas propre à la zone euro. On le retrouve dans toutes les autres économies car le choc énergétique est mondial. La banque centrale américaine a aussi monté les taux d'intérêt ; les entreprises européennes ne souffrent donc pas nécessairement d'une perte de compétitivité. La plupart des banques centrales ont fait de même, exceptée la banque centrale japonaise, qui a maintenu ses taux plus bas mais avec une inflation plus faible.

La différence entre les Etats-Unis et la zone Euro se fera probablement au niveau de l'énergie : les Etats-Unis produisent du pétrole et du gaz, tandis qu'il y a un vrai choc sur le prix du gaz européen.

Enfin, la banque centrale américaine a été plus réactive, le prix du pétrole a baissé plus tôt et donc l'inflation a baissé plus vite aux Etats-Unis : il est probable que ces derniers soient juste en avance par rapport à la zone Euro.

Vous écrivez dans "III / La révision de la stratégie de la BCE [1]" : 'Ils montrent ainsi qu'à court terme l'impact de la décision de la BCE ne semble pas avoir significativement modifié la dynamique des anticipations de marché telles qu'elles sont mesurées par les marchés financiers. Il est frappant de constater que l'effet de la révision de la stratégie de la Réserve fédérale semble plus significatif que celui de la BCE.' avant de plaider pour l'adoption d'une bande de fluctuations autour de la cible d'inflation pour plus de flexibilité. Dans un premier temps, pensez-vous qu'il n'y aura pas d'effet moyen ou même long terme de la décision de la BCE ?

A l'été 2021, la BCE a annoncé une révision de sa cible d'inflation. La Banque Centrale a un double mandat : la

¹ GEP 2023, Inflation Trends: Annual Percentage Change (Historic and Projected)

stabilité des prix (qui est l'objectif prioritaire) et ensuite un ensemble de politiques qui contribuent à l'ensemble des politiques de l'Union Européenne (telles qu'un objectif d'emplois par exemple).

La BCE met ensuite en place une stratégie, un lien entre les décisions de politique monétaire et son interprétation pour guider sa politique monétaire au jour le jour.

Un des points clés de la stratégie de la BCE porte sur la définition de la stabilité des prix. Entre 1999 et 2021, cette cible a progressivement évolué pour se fixer à 2%.

Le chiffre de 2% a été retenu pour deux raisons : d'abord, en raison d'un éventuel biais dans la détermination des mesures des prix (et donc une tendance à la surestimation de l'inflation) et ensuite, en raison de la dépendance du taux d'intérêt de la BCE à la cible d'inflation. Si la cible d'inflation est trop basse, la BCE disposera de moins de flexibilité et de marge de manœuvre (notamment pour changer les taux d'intérêt).

En annonçant 2%, la BCE espère ainsi mieux gérer les anticipations d'inflation.

Pour mesurer les anticipations d'inflation, il existe certains indicateurs de marché, comme par exemple les obligations avec taux de rendement (OAT), et les obligations indexées sur le montant de l'inflation (OATi). En comparant les prix des OAT et OAT i, l'écart entre ces deux actifs est un premier indicateur de l'inflation anticipée en moyenne sur une maturité donnée.

Il existe des informations quotidiennes sur ces indicateurs ; ces variables permettent donc d'analyser les conséquences de l'annonce d'une nouvelle cible d'inflation sur les cours.

Pourriez-vous expliquer pourquoi vous plaidez pour une bande de fluctuation ?

Il y a un débat entre l'utilisation d'une bande de fluctuation et un objectif fixe : une bande de fluctuation permettrait d'avoir plus de flexibilité dans la gestion de l'objectif d'inflation. A l'inverse, la définition d'un objectif fixe permet de clarifier l'ancrage et de renforcer la crédibilité de la BCE.

Si l'on regarde l'inflation dans la zone Euro depuis 1999, la cible a été rarement atteinte, même si en moyenne l'inflation est souvent proche de 2%.

Cela est également dû au décalage entre les actions de la BCE et la réaction des marchés, ainsi que des phénomènes plus rapides qui vont intervenir pour modifier les conditions de marché.

Si l'on admet ces facteurs, une bande de fluctuation est donc plus crédible, car elle permettrait une appréciation

plus large du respect de l'objectif et une marge de manœuvre plus importante.

Une bande assez étroite permet également d'arbitrer avec ses autres mandats et d'être plus souple.

Pourriez-vous expliciter cette phrase : "L'environnement économique et financier actuel plaide pour une évolution plus radicale de la politique monétaire." ?

Il y avait un constat mondial d'une inflation basse, d'un niveau de croissance modérée dans les pays industrialisés avec une insuffisance au niveau de l'investissement, un surplus d'épargne, une forte demande pour des actifs sans risques ainsi qu'une forte dette publique.

D'autre part, en raison des politiques de rachat d'actifs menées par les Banques centrales, il y avait une dissociation beaucoup plus compliquée entre politique monétaire et budgétaire.

Cela peut nécessiter plus de coordination dans cet environnement : cela est toujours vrai car la dette publique et l'inflation (et les taux d'intérêt) n'ont fait qu'augmenter.

Ce niveau de dette plus élevé invite donc à une réflexion sur la coordination entre la politique budgétaire et monétaire.

Le dernier point de changement porte sur la transmission des politiques monétaires sur les prix de marchés. Le taux d'intérêt des marchés intègre l'anticipation du taux d'intérêt futur et la manière dont le marché anticipe le risque. Ces facteurs jouent sur les valorisations d'actifs.

Dans ce contexte, quel lien faire entre politique monétaire et politique de stabilité financière ?

Quand la BCE joue sur les taux, doit-elle aussi anticiper les effets qu'auront ces décisions sur la stabilité financière ? Confie-t-on à la BCE un objectif additionnel de stabilité financière ?

Vous expliquez que "Dans le cadre de sa révision stratégique, la BCE s'est alors engagée à faire évoluer sa politique de collatéral afin d'inclure des considérations liées au changement climatique et à accentuer ses analyses relatives à l'effet du changement climatique sur la stabilité financière et macroéconomique." avant d'expliquer que cet objectif additionnel risque d'être trop flou et secondaire vis-à-vis de l'objectif premier de la BCE.

Concrètement selon vous, quelles actions la BCE peut-elle entreprendre pour mieux évaluer le risque lié au changement climatique et quel impact ces actions peuvent-elles avoir sur les banques et l'économie ?

L'activité centrale de la BCE est bien d'agir sur les taux d'intérêt, ce qui peut avoir un effet indirect sur le change-

ment climatique : s'il y a plus de croissance, il y aura probablement plus d'émissions.

Mais la BCE a également mis en place une politique d'achat d'actifs, principalement de titres souverains mais également d'autres programmes de rachat d'obligations du secteur privé. On pourrait imaginer qu'elle envoie un certain nombre de signaux aux marchés : par exemple en refusant d'acheter des obligations d'entreprises fortement émettrices.

Cela irait néanmoins à l'encontre de sa neutralité qui vise à favoriser la stabilité du marché, ses programmes de rachat d'actifs étant censés répliquer les indices existants du marché. Cela pourrait créer des distorsions, probablement mineures car ces programmes sont assez marginaux.

La deuxième possibilité serait d'agir via ses prêts de liquidité aux banques de la zone Euro. Lorsque la BCE prête à des banques via des opérations principales de liquidité, elle le fait sur des délais courts et demande des titres en garantie, qu'on appelle des collatéraux, afin de minimiser ses risques.

Aujourd'hui, ces collatéraux sont très peu risqués : les critères utilisés restent axés sur le risque. On pourrait donc

imaginer qu'elle demande des titres "verts" uniquement en garantie, et donc qu'elle élargisse ses critères pour intégrer un objectif climatique.

Cela pourrait envoyer un signal, car ces critères changeront le pricing des actifs : un actif "vert" sera plus liquide qu'un actif "brun", qui perdra en attractivité.

Ces contributions restent néanmoins relativement maigres de mon point de vue, même si cela est parfois discuté.

Il y a également une possibilité d'aller plus loin, avec des politiques plus proactives : par exemple une politique de crédit, en acceptant de prêter plus aux secteurs verts avec des conditions assouplis, ou un "green QE", en achetant uniquement des obligations vertes.

Même si ces politiques sont souhaitables au niveau social et environnemental, on s'éloignerait ici du rôle premier de la BCE qui reste indépendante et donc ne répond pas à un gouvernement élu (il n'y aurait ainsi pas de possibilité de contester les critères choisis lors de la mise en place de ses politiques).