

La BCE dans le piège de la stagflation

Pourquoi une nouvelle crise de l'euro pourrait éclater, et pourquoi une « récession contrôlée » pourrait aider

Henning Vöpel



L'inflation est de retour. Après une décennie de taux d'intérêt très bas et de politique monétaire non conventionnelle, les banques centrales opèrent un tournant en matière de taux d'intérêt. Contrairement à la Réserve fédérale, qui a procédé à la plus forte hausse de taux d'intérêt depuis 40 ans, la Banque centrale européenne (BCE) fait preuve de beaucoup plus de retenue. Non sans raison, puisqu'une hausse des taux d'intérêt dans la zone euro, associée à une éventuelle récession mondiale, pourrait raviver la crise de l'euro. L'écart entre les taux d'intérêt des obligations italiennes et allemandes s'est déjà nettement creusé ; le marché obligataire de la zone euro risque de se fragmenter. La BCE veut donc développer un nouvel outil : l'instrument anti-fragmentation. Il pourrait toutefois accroître la domination budgétaire sur la politique monétaire et menacer ainsi l'indépendance de la BCE.

- ▶ Avec le retour de l'inflation et le début d'un virage serré des taux d'intérêt, la crise de l'euro risque d'éclater de nouveau.
- ▶ La stagflation est une situation particulièrement critique pour une union monétaire, car la lutte contre l'inflation accroît les différences de dynamique de croissance et de viabilité de la dette entre les pays de la zone euro.
- ▶ Le spread de taux de l'Italie a augmenté ces derniers jours, dépassant parfois les 200 points de base. La BCE craint une fragmentation du marché obligataire de la zone euro, qui rendrait la transmission de la politique monétaire plus difficile et menacerait la stabilité de l'euro.
- ▶ Pour ce faire, la BCE souhaite développer un instrument anti-fragmentation. Celui-ci sera utilisé lorsque la BCE conclura que les augmentations des spreads de taux d'intérêt ne sont pas fondamentalement justifiées.
- ▶ Avec cet instrument, la BCE se crée une marge de manœuvre discrétionnaire considérable. Mais cela accroît encore la domination budgétaire sur la politique monétaire et diminue l'indépendance de la BCE.
- ▶ Les grandes crises, telles que les pandémies, peuvent provoquer une fragmentation exogène. Toutefois, la gestion de cette dernière relève fondamentalement de la politique budgétaire et non de la politique monétaire. La prise en charge d'autres tâches par la BCE génère des conflits d'objectifs par rapport au mandat de politique monétaire.
- ▶ Dans les mois à venir, il s'agira de faire entrer l'économie mondiale dans une « récession contrôlée », au cours de laquelle les ajustements aux chocs d'offre pourront être réalisés tout en luttant contre l'inflation.

Table des matières

1	Le Tournant des Taux d'Intérêt Conduit-il à la Prochaine Crise de l'Euro ?	3
2	Chocs de l'Offre et Politique Monétaire	3
3	Stagflation dans une Union Monétaire (Non Optimale)	4
4	Le conflit d'objectifs et l'indépendance de la BCE	6
5	Perspectives d'avenir : Sortir de la dépendance et entrer dans la "récession contrôlée". Récession"	6

Liste des graphiques

Graphique 1 : Spread des obligations souveraines à 10 ans par rapport aux Bunds	5
Graphique 2 : Émission d'obligations d'État italiennes vs. demande par secteur	5

1 Le Tournant des Taux d'Intérêt Conduit-il à la prochaine Crise de l'Euro ?

En l'espace de quelques mois, la situation macroéconomique de l'économie mondiale s'est complètement retournée. D'un scénario favorable avec une inflation faible, un chômage bas et des taux d'intérêt bas, l'économie a pris le chemin de la stagflation qui affecte désormais les politiques monétaire et budgétaire : une inflation élevée s'accompagne désormais d'une stagnation et d'un niveau d'endettement qui a fortement augmenté entre-temps. De plus, une récession mondiale se profile peut-être à l'horizon. Ce mélange pourrait bientôt devenir désagréable pour les banques centrales. Tandis que la Fed s'est déjà engagée de manière très nette en faveur du combat contre l'inflation avec une hausse de 75 points de base, soit la plus forte hausse des taux d'intérêt depuis 40 ans, la BCE se tient encore largement en retrait, même si elle a déjà annoncé des hausses de taux d'intérêt et la fin de ses programmes d'achat d'obligations. Il y a une raison à cela : elle agit dans une zone monétaire qui n'est toujours pas optimale et dans laquelle la stagflation est le pire scénario possible, car la lutte contre l'inflation par le biais d'une hausse des taux d'intérêt rend les différences structurelles entre les pays de la zone euro d'autant plus visibles. Les marchés ont peut-être déjà anticipé ce phénomène : Les taux d'intérêt pour l'Italie augmentent et l'écart de taux d'intérêt avec les autres États membres, notamment l'Allemagne, se creuse. La BCE se trouve dans un piège dont il est presque impossible de sortir. La solution qui a été trouvée est la mise en place d'un nouvel outil : l'instrument anti-fragmentation. Ce serait toutefois un pas de plus vers la dépendance politique de la BCE. Une « récession contrôlée » peut désormais stabiliser la zone euro et l'économie mondiale.

2 Chocs d'Offre et Politique Monétaire

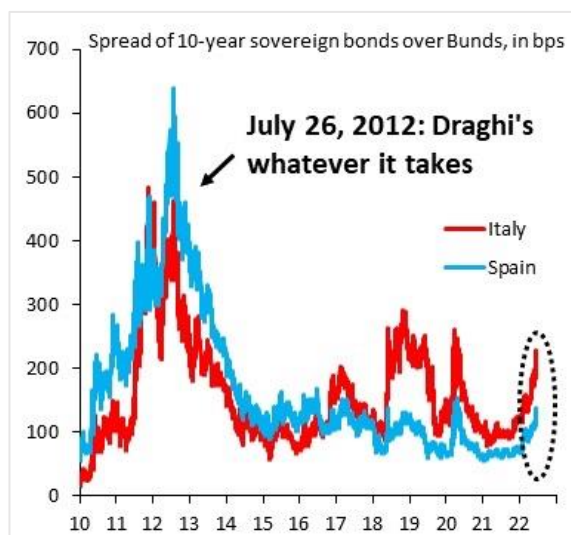
Il est souvent avancé que les banques centrales ne peuvent rien faire contre les chocs d'offre, qui affectent l'économie de manière structurelle et durable. Des taux d'intérêt plus élevés ne permettraient pas, par exemple, de remédier à une pénurie soudaine d'énergie ou de denrées alimentaires. C'est vrai, mais la BCE peut et doit contribuer à la stabilité des prix de deux manières : 1. en réduisant le niveau de la demande globale, de sorte qu'il n'y ait pas d'excès de demande inflationniste lorsque l'offre diminue (on peut déjà constater qu'une inflation jusque-là contenue est soudainement devenue inflationniste en raison des chocs d'offre), 2. en augmentant les taux d'intérêt. En réduisant à temps les anticipations inflationnistes déjà visiblement en hausse, qui constituent en fait la valeur d'ancrage et de contrôle importante pour la politique monétaire, afin d'étouffer dans l'œuf une spirale prix-salaires et d'éviter un processus de désinflation très coûteux par la suite. Paul Volcker avait en ce sens imposé un tel processus aux États-Unis au début des années 80, au prix de coûts d'ajustement macroéconomiques élevés.

Dans la situation actuelle, il faut toutefois tenir compte du fait qu'un choc de taux d'intérêt, après que les marchés ont été préparés pendant des années par des « forward guidances » à une très longue période de taux très bas, peut avoir des répercussions considérables, notamment sur les prix des actifs. On observe d'ailleurs déjà des mouvements sur le marché immobilier. L'argent qui circule en abondance passe désormais des prix des actifs aux prix des biens, alors qu'on observait l'inverse les années précédentes. La réaction des banques centrales n'est pas seulement une réaction à des événements exogènes, mais avant tout une réaction à leur propre politique monétaire de ces dernières années, qui a généré d'importantes dépendances de sentier ; la crédibilité est donc quelque peu en jeu. Une politique monétaire robuste aime agir par petites étapes préparatoires. Or, nous n'avons plus le temps de le faire.

Pour la réponse de la politique monétaire à la stagflation, il est essentiel d'évaluer si le choc qui l'a déclenchée se résorbe rapidement ou s'il persiste structurellement sous forme d'effets d'hystérèse, par exemple par le biais de spirales prix-salaires ou de modifications des anticipations d'inflation. Une étude de Shapiro a montré pour les États-Unis qu'environ la moitié de l'inflation (2,5%) est due à des facteurs d'offre, un tiers à des facteurs de demande (1,4%) et le reste à des effets d'interaction (Adam Hale Shapiro, *How Much Do Supply and Demand Drive Inflation ?* Federal Reserve Bank of San Francisco, *Economic Letter*, 21 juin 2022). Pour la zone euro, le problème devrait être un peu différent, comme l'indique Jason Furman. L'inflation aux États-Unis est plus persistante et nécessite donc une réaction plus forte de la politique monétaire, tandis que l'inflation dans la zone euro est davantage due à la hausse des prix à l'importation (voir Jason Furman, *The U.S. and Europe Have Different Inflation Problems*, *WSJ*, 6 juin 2022). La BCE ne se dissociera toutefois pas complètement de la Fed. Par le biais du taux de change, un écart de taux d'intérêt divergent entre la zone euro et les États-Unis, en raison de la dépréciation de l'euro par rapport au dollar américain, augmenterait encore plus la hausse des prix chez nous par le biais des biens importés.

3 Stagflation dans une Union Monétaire (Non Optimale)

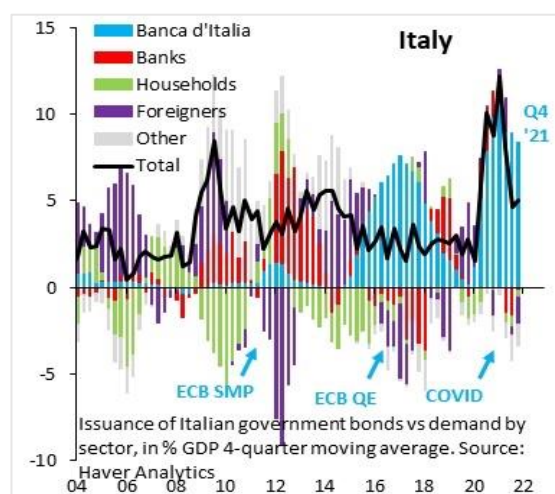
Dans une union monétaire non optimale, tant qu'il n'existe pas de cadre de politique budgétaire, la politique monétaire assume (involontairement et donc institutionnellement et finalement politiquement contrainte) une partie de la fonction de stabilisation. Cela se traduit par des instruments quasi-budgétaires. Ainsi, la BCE intervient au moins indirectement dans les spreads et les structures des taux d'intérêt par le biais d'achats d'obligations (qui dérogent à la clé de répartition du capital de la BCE). Le fameux « Whatever-it-takes » de Draghi le 26 juillet 2012 (cf. figure 1) montre à quel point cette fonction est importante, voire existentielle, pour la zone euro. Or, à l'époque, l'inflation était faible, alors qu'elle est aujourd'hui élevée. La BCE se trouve ainsi confrontée à un conflit d'objectifs majeur. Et sans surprise, les spreads de taux d'intérêt de l'Italie surtout, mais aussi de l'Espagne, par rapport à l'Allemagne, ont augmenté de manière significative, jusqu'à 200 points de base (voir graphique 1). Certes, ils sont encore loin de leur pic de 2012, mais la hausse des taux d'intérêt aura un impact plus important à moyen terme, lorsque les besoins de refinancement augmenteront.



Graphique 1 : Spread of 10-year sovereign bonds over bunds (Écart des Obligations Souveraines à 10 ans par rapport aux Bunds)

Source : Robin Brooks, tweet du 19.6.2022, 19h42

Dernièrement, le montant des nouvelles obligations émises par l'Italie correspondait à l'augmentation nette des obligations détenues par la Banca d'Italia. Elle a apparemment empêché depuis longtemps que les taux d'intérêt pour le refinancement de la dette publique de l'Italie n'augmentent et que la viabilité de la dette ne se détériore ainsi rapidement (voir graphique 2). Le conseil des gouverneurs de la BCE s'est à présent réuni en séance extraordinaire - ce qui est inquiétant - pour discuter de l'augmentation menaçante des écarts de taux d'intérêt. Il en est ressorti l'intention de développer un nouvel instrument anti-fragmentation, qui devrait être présenté en juillet. L'idée est que l'annonce de cet instrument peut déjà avoir contribué à la stabilisation. Le fait qu'un tel instrument puisse dans certains cas aider à réduire les charges d'intérêts des États de la zone euro fortement endettés n'en fait pas pour autant une bonne idée, car la domination budgétaire pourrait finalement s'accroître.



Graphique 2 : Émission d'Obligations d'État Italiennes vs. Demande par Secteur

Source : Robin Brooks, tweet du 21.6.2022, 19h42

4 Le Conflit d'Objectifs et l'Indépendance de la BCE

Dans des circonstances normales, une union monétaire non optimale n'est déjà pas une tâche facile de coordination commune et de discipline mutuelle des politiques monétaire et budgétaire. Mais la stagflation est un poison, car pendant que la politique monétaire doit lutter contre l'inflation en augmentant les taux d'intérêt, les différences de niveaux d'endettement et de dynamique de croissance entre les États de la zone euro deviennent d'autant plus visibles. La BCE ne peut pas à la fois maintenir (artificiellement) des conditions de financement monétaires favorables pour les États membres et lutter de manière crédible contre l'inflation, ce que son mandat lui impose pourtant de faire. Mais que se passe-t-il si la BCE - selon Jan Tinbergen - se dote elle-même d'un instrument supplémentaire pour pouvoir gérer deux objectifs indépendamment l'un de l'autre avec deux instruments ? La justification formelle est, comme l'a formulé Isabel Schnabel, membre du directoire, que la transmission de la politique monétaire est perturbée si le marché obligataire se fragmente trop : « En temps normal, de telles divergences ne menacent pas la viabilité de la zone. En l'absence de très grands chocs, les changements dans les fondamentaux économiques ne se produisent que progressivement. Néanmoins, s'ils sont persistants, ils compliquent la politique monétaire car ils entraînent un décalage entre le taux sans risque et les conditions d'emprunt nationales. » (Isabel Schnabel, *United in diversity - Challenges for monetary policy in a currency union*, discours prononcé à la Sorbonne le 14 juin 2022). Elle est fragmentée lorsque les investisseurs font une différence entre les obligations allemandes, françaises ou italiennes, bien qu'elles émettent des obligations dans la même monnaie. Un instrument anti-fragmentation doit empêcher cela, c'est-à-dire que si le marché obligataire se fragmente, la BCE peut compenser cela en achetant certaines obligations.

Or, la plupart du temps, les marchés ne se différencient pas sans raison (sauf dans les situations de panique avec un comportement grégaire qui s'auto-renforce et s'auto-réalise), mais sur la base d'évaluations fondamentales de l'économie réelle. C'est précisément cette distinction que la BCE souhaite faire elle-même à l'avenir, afin de pouvoir décider quand elle veut utiliser l'instrument anti-fragmentation. Quelle partie du spread est fondamentale, laquelle ne l'est pas ? Le seuil d'intervention commence-t-il à deux points de pourcentage ou seulement à trois ? Il est clair que la BCE dispose d'une marge de manœuvre discrétionnaire considérable pour prendre cette décision, ce qui lui ouvre la porte - et constitue en même temps une porte d'entrée potentielle pour les États qui, sachant qu'ils peuvent être sauvés par la politique monétaire, ne sont plus aussi regardants sur leurs efforts de réforme et de consolidation. Le problème de l'aléa moral et la dépendance à l'égard de la politique monétaire continuent ainsi de s'aggraver au lieu de se défaire progressivement du lien de plus en plus étroit.

5 Perspectives : Sortir de la Dépendance et Entrer dans la « Récession Contrôlée »

Le chemin parcouru au cours de la dernière décennie a rendu le lien entre politique monétaire et budgétaire, et donc la dépendance entre la BCE et les États, toujours plus étroit. Ce fut toujours l'avertissement de ceux qui pensaient que c'était la mauvaise voie à long terme, car elle n'apportait aucune échappatoire. La voie vers l'avant doit donc également être une voie vers la sortie de la dépendance. Les grandes crises, la pandémie mondiale et la guerre en Ukraine, représentent des charges énormes.

Personne ne contesterait le fait que le recours généralisé et systématique à des moyens monétaires et budgétaires est non seulement justifié, mais aussi nécessaire dans ce cas comme dans d'autres cas comparables. Les grandes crises ont souvent été suivies de processus d'inflation et parfois de déflation. Il n'est pas rare qu'ils se terminent par des réformes monétaires. Il serait naïf de croire que tout ce qui a été mis à disposition en termes d'aides et de liquidités par le biais d'interventions budgétaires et monétaires, lors de ces crises, puisse rester sans conséquences. Bien entendu, les politiques monétaire et budgétaire ne sont pas indépendantes l'une de l'autre lors de crises aussi importantes. Leur comportement coordonné est une partie et une condition de leur efficacité et de leur crédibilité - la fonction de prêteur en dernier ressort de la banque centrale joue ici un rôle crucial. L'essentiel est de savoir si cette forme d'intervention reste limitée à de tels chocs et crises et si elle constitue ou non une exception justifiée et crédible. On peut bien sûr argumenter qu'une fragmentation résultant d'une pandémie ou d'une guerre ne doit pas avoir pour conséquence un éclatement de la zone euro, car ce ne sont pas des dysfonctionnements permanents, donc structurels, mais des événements exogènes soudains et temporaires qui en sont la cause. Mais leur utilisation permanente et inconditionnelle renforcerait l'aléa moral et conduirait la BCE toujours plus loin et plus profondément dans la dépendance.

La stagflation actuelle est extrêmement dangereuse, d'autant plus qu'elle s'autonomise par le biais de processus de formation d'anticipations. Un nouveau choc des prix résultant d'un arrêt de l'approvisionnement en gaz naturel pourrait aggraver la situation politique de manière dramatique. Il y a toutefois des raisons de penser que l'inflation se résorbera et que la croissance reviendra. Si l'inflation s'accumule rapidement par des effets de base, l'inverse peut également se produire. Les chocs d'offre se résorbent et la production redevient plus élastique. Les processus de transformation, en particulier la transition énergétique et climatique, indiquent également que le potentiel de croissance diminue temporairement et que les coûts augmentent en même temps. Mais de même que les chocs d'offre ont un effet simultané de hausse de l'inflation et d'inhibition de la croissance, leur diminution provoque l'effet inverse. La politique budgétaire peut aider en évitant d'alimenter l'inflation par des interventions directes sur les prix des biens importés et en supprimant les ajustements judicieux de l'offre et des comportements, ainsi que les partenaires sociaux en évitant une spirale prix-salaires dans le sens d'une « action concertée » en période de stagflation et en restant mesurés.

En l'état actuel des choses, les mois à venir vont poser des défis majeurs aux politiques monétaire et budgétaire. Avec une tâche inhabituelle : comment faire entrer l'économie mondiale dans une « récession contrôlée » qui permette de s'adapter aux chocs d'offre tout en luttant contre l'inflation ? Pour la zone euro en particulier, cette tâche devrait être quasiment existentielle.

Sources :

Brooks, Robin (2022), Tweet du 21.6.2022 à 19h42.

Furman, Jason (2022), The U.S. and Europe Have Different Inflation Problems, WSJ, 6 juin 2022.

Schnabel, Isabel (2022), Unis dans la diversité - Challenges for monetary policy in a currency union, discours prononcé à la Sorbonne le 14 juin 2022.

Shapiro, Adam Hale (2022), How Much Do Supply and Demand Drive Inflation ? Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 21 juin 2022.

**Auteur :**

Dr. Henning Vöpel, professeur,
membre du conseil d'administration de la Fondation pour la gouvernance et directeur du Centre
de politique européenne

voepel@cep.eu

Centre de politique européenne FREIBURG | BERLIN

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Fribourg
Schiffbauerdamm 40 Pièces 4205/06 | D-10117 Berlin
Tél. + 49 761 38693-0
Tél. +49 30-43973746-0

Le **Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN,

Le **Centre de Politique Européenne** PARIS, et

Le **Centro Politiche Europee** ROMA, forment

Le **Centres for European Policy Network** FREIBURG | BERLIN | PARIS | ROMA.

Le Centre de Politique Européenne, reconnu d'utilité publique, analyse et évalue la politique de l'Union européenne indépendamment des intérêts particuliers et partisans, dans une orientation fondamentalement favorable à l'intégration et sur la base des principes réglementaires d'un ordre libéral et d'une économie de marché.