

DE NOUVELLES PRIORITÉS POUR LE MANDAT DE LA BCE

Christophe Blot*, Jérôme Creel**, Emmanuelle Faure***, Paul Hubert

Sciences Po, OFCE

Ce document a été préparé (en anglais) à la demande du Comité ECON du Parlement européen en vue du Dialogue monétaire avec la Banque centrale européenne du 8 juin 2020.

* Sciences Po, OFCE et Université Paris Nanterre

** Sciences Po, OFCE et ESCP Business School

*** Université Paris Nanterre

Au-delà de la stabilité des prix, les traités de l'Union européenne attribuent à la Banque centrale européenne (BCE) une série d'objectifs secondaires qui lui permettent, dans certaines limites, d'élargir le spectre de ses interventions. Se pose cependant la question de la capacité de la BCE à poursuivre effectivement ces objectifs secondaires tout en respectant son mandat initial. Nous étudions le lien existant entre la stabilité des prix et ces objectifs en vue d'établir si ces derniers sont indépendants, complémentaires ou substituables, ce qui est déterminant pour préciser la définition du mandat. Selon notre analyse, la BCE ne dispose pas d'une marge de manœuvre suffisante pour atteindre les autres objectifs dans le cadre de son mandat actuel. Nous proposons donc d'élargir le mandat afin d'y intégrer l'emploi et la stabilité financière et de renforcer la coordination avec les États membres de la zone euro pour favoriser la satisfaction de ces objectifs.

Dans un avis annonçant l'évaluation de sa stratégie de politique¹ monétaire, la Banque centrale européenne (BCE) a déclaré qu'en plus de porter sur la définition de son objectif de stabilité des prix, l'évaluation prendrait également en compte « d'autres considérations, en rapport avec la stabilité financière, l'emploi et le développement durable (...) dans le cadre du mandat de la BCE ». La question essentielle consiste à savoir quels objectifs précis la politique monétaire de la BCE doit prendre en compte et dans quelle mesure elle dispose des outils pour les satisfaire, sachant que certains arbitrages vis-à-vis de l'objectif principal sont susceptibles d'apparaître.

Les dispositions du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE) relatives au rôle de la BCE définissent clairement l'objectif principal que celle-ci doit poursuivre dans le cadre de la conduite de la politique monétaire², à savoir la stabilité des prix, mais elles demeurent larges quant à la définition des objectifs secondaires. Ceux-ci doivent soutenir les « politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union ». Il convient de se demander comment la BCE peut satisfaire des objectifs comme la promotion d'une économie qui « [tende] vers le plein emploi », l'amélioration de la « qualité de l'environnement » ou la promotion du « progrès scientifique et technique », tels que mentionnés à l'article 3

1. Initialement prévue en décembre 2020, la révision de la stratégie de la BCE devrait être finalisée en juin 2021.

2. La mise en œuvre de l'Union bancaire conduit effectivement à donner de nouvelles prérogatives en matière de stabilité financière puisque la BCE est en charge de la supervision bancaire. Néanmoins, il s'agit là d'un instrument additionnel, ce qui n'est pas censé avoir d'incidence sur les objectifs assignés à la politique monétaire.

du Traité sur l'Union européenne (TUE), et si ces objectifs secondaires interagissent positivement ou négativement avec l'objectif principal de la stabilité des prix. En l'absence d'interaction, la politique monétaire devrait-elle se doter d'un instrument supplémentaire afin de compléter sa mission ? Ou, à l'inverse, dans le cas où ces objectifs interagiraient, donnant lieu à un arbitrage, faudrait-il concevoir la politique monétaire autrement ? L'objectif de ce *Policy brief* est de discuter de la capacité de la BCE à se doter de nouvelles priorités en ce qui concerne les objectifs de politique monétaire. Est-il pertinent, opportun et réalisable que la BCE se dote de nouvelles priorités pour la conduite de la politique monétaire ?

Notre angle d'analyse est uniquement économique et, sans négliger leur importance cruciale, nous laissons de côté les questions juridiques relevant de l'interprétation de la mission de la BCE ou de la hiérarchisation des objectifs, même dans le cas où nos conclusions suggèreraient un changement juridique du mandat de la BCE.

Par ailleurs, nous supposons que la stabilité des prix reste un élément essentiel du mandat de la BCE. La question des nouvelles priorités est donc analysée à l'aune de la capacité de la banque centrale à poursuivre plusieurs objectifs simultanément. Étant donné la longue liste d'objectifs secondaires assignés à la BCE, des arbitrages devront avoir lieu par rapport à l'objectif principal. C'est sans doute la raison pour laquelle le Traité établit une hiérarchie lorsqu'il précise que la réalisation des objectifs secondaires ne doit pas compromettre la poursuite de l'objectif principal : ce faisant, les arbitrages disparaissent automatiquement dès lors que la priorité au ciblage de l'inflation prévaut.

Cependant, le contexte économique a considérablement évolué depuis la création de la BCE. La crise financière mondiale de 2007-2009, la crise de la dette souveraine qui en a résulté et la crise liée au COVID-19 ont toutes eu pour incidence d'inciter les décideurs politiques à revoir leurs priorités ou orientations de politique économique. La stabilité bancaire, la soutenabilité de la dette publique, le réchauffement climatique et la stabilisation macroéconomique sont devenus des enjeux majeurs, tandis que la stabilité des prix a constamment été assurée, le taux d'inflation demeurant résolument bas par rapport à l'objectif d'une progression « inférieure à, mais proche de » 2 pour cent³. Partant du principe que le mandat de la BCE n'a pas changé par rapport à celui que lui a conféré le TFUE, il est important d'évaluer si la politique de la BCE orientée vers la stabilité des prix pourrait favoriser ou, au contraire, entraver la réalisation des autres objectifs.

Dans l'analyse qui suit, nous proposons d'étudier les liens empiriques existant entre la stabilité des prix et les différents objectifs secondaires afin d'éclairer le débat sur ces nouvelles priorités à l'aune de leur interdépendance avec l'objectif principal. Ainsi, nous nous efforçons d'éviter d'émettre un avis préétabli sur les avantages que la politique monétaire pourrait avoir dans la réalisation de ces objectifs secondaires. Bien que le réchauffement climatique soit un enjeu majeur et son atténuation un objectif important, il n'est pas garanti que la politique monétaire soit la plus à même d'y répondre ou qu'elle en soit même tout simplement capable. En revanche, la grille d'analyse proposée cherche à mettre en évidence si les différents objectifs confiés à la BCE sont substituables, indépendants les uns par rapport aux autres ou complémentaires. À titre d'exemple, le maintien de la stabilité des prix a-t-il contribué à accélérer le réchauffement climatique, n'a-t-il eu aucune incidence sur ce dernier ou bien a-t-il permis de l'atténuer ? Les recommandations qui suivent sur la nature du mandat devant être confié à la BCE s'appuient sur cette analyse.

Nous identifions dans un premier temps les indicateurs-clés du « plein emploi », de la « qualité de l'environnement » et des autres objectifs secondaires. Puis, nous analysons la corrélation et la causalité (au sens de Granger, donc uniquement temporelle)

3.

Sur la période 2015-2019, le taux d'inflation moyen n'a pas dépassé 1 %. La prévision d'inflation de la BCE pour la zone euro, publiée le jeudi 4 juin 2020, est de 0,3 et 0,8 % pour 2020 et 2021 respectivement.

entre le taux d'inflation – l'indicateur qui permet d'évaluer la réalisation de l'objectif principal – et ces indicateurs des objectifs secondaires. Nous étudions des paires d'indicateurs, incluant toujours le taux d'inflation, en vue d'identifier les interrelations significatives qui s'en dégagent. Pour chaque paire, il existe trois résultats possibles : i) pas de corrélation (significative), ii) une corrélation significative qui ne donne pas lieu à un arbitrage, et iii) une corrélation significative qui donne lieu à un arbitrage.

S'il existe, par exemple, une forte corrélation entre la stabilité des prix et la stabilité financière, il n'est pas nécessaire de focaliser la politique monétaire sur l'objectif secondaire de la stabilité financière, puisque la réalisation de la stabilité des prix aurait pour effet d'assurer la stabilité financière. Il n'y a pas d'arbitrage. À l'inverse, dans le cas où il existerait une corrélation négative entre la stabilité des prix et la stabilité financière – cette dernière figurant parmi les objectifs secondaires – occasionnant un arbitrage, l'orientation de la politique monétaire vers la stabilité des prix pourrait menacer la stabilité financière. Si cela devait s'avérer coûteux pour la zone euro, le conflit entre les deux objectifs nécessiterait soit la mobilisation d'un nouvel instrument soit la publication par la Banque centrale européenne d'une communication spécifique qui expliquerait comment elle a pris en compte cet arbitrage dans ses décisions. La BCE pourrait aussi être amenée à coordonner ses politiques en vue de réaliser les deux objectifs. Enfin, dans le cas où il n'existerait pas de corrélation entre la stabilité des prix et la stabilité financière, l'utilisation d'un instrument monétaire supplémentaire s'avérerait nécessaire à la poursuite de cet objectif secondaire, pourvu qu'il soit considéré comme important, mais contrairement au cas précédent, il ne serait pas nécessaire de mettre en œuvre des politiques coordonnées, à condition bien sûr que le nouvel instrument n'ait pas d'incidence sur l'inflation.

Par conséquent, un changement du mandat de la BCE deviendrait souhaitable dès lors qu'un conflit entre des objectifs différents occasionnerait un arbitrage coûteux pour la zone euro. Dans ce cas-là, il est possible d'imaginer une extension des instruments de politique monétaire. Enfin, s'il n'existe pas de corrélation entre le taux d'inflation et l'objectif secondaire et que ce dernier suscite l'intérêt de la BCE, il convient de réfléchir à une redéfinition du mandat de la BCE et à la possibilité d'ajouter des instruments en vue d'élargir le champ de sa politique monétaire.

Le jugement rendu le 5 mai 2020 par la Cour constitutionnelle fédérale allemande concernant le programme d'achats par la BCE d'obligations publiques (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) est à ce titre particulièrement révélateur de ce débat. Le jugement opère une distinction entre « l'objectif de politique monétaire » et « les effets de politique économique découlant du programme ». Cette Cour ignore cependant les interactions inhérentes entre les instruments de la politique monétaire, l'objectif principal de la BCE et les autres variables macroéconomiques et financières nécessaires à l'accomplissement du mandat. En outre, elle omet complètement les objectifs secondaires de la BCE. Nous leur accordons un peu plus d'importance dans ce qui va suivre.

1. Liens entre la stabilité des prix et les objectifs secondaires

Les objectifs secondaires contribuant à la réalisation des politiques générales

Le TFUE définit clairement l'objectif principal de stabilité des prix de la BCE. D'après l'article 127 du TFUE :

« L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé SEBC, est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du Traité sur l'Union européenne. »

L'article 3 du Traité sur l'Union européenne (TUE) n'est quant à lui défini qu'en termes larges, comme au paragraphe 3 :

« L'Union établit un marché intérieur. Elle œuvre pour le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement. Elle promeut le progrès scientifique et technique ».

Dans un avis annonçant l'évaluation de sa stratégie de politique monétaire, la BCE a déclaré qu'en plus de porter sur la stabilité des prix, l'évaluation prendrait également en compte « d'autres considérations, en rapport avec la stabilité financière, l'emploi et le développement durable (...) dans le cadre du mandat de la BCE ».

Sur la base des objectifs énumérés dans le TUE, nous identifions huit objectifs secondaires que la BCE pourrait prendre en considération, à savoir : la stabilité financière, l'intégration financière (ou plus précisément la prévention de la fragmentation financière), la réduction de l'hétérogénéité de l'inflation au sein de la zone euro, la soutenabilité de la dette publique, la stabilité macroéconomique, le progrès social, le progrès technique et l'atténuation du réchauffement climatique. Cette analyse propose d'abord d'évaluer le lien entre ces objectifs secondaires et l'objectif principal de la BCE, à savoir la stabilité des prix.

Corrélation entre l'objectif principal et les objectifs secondaires

Pour chaque objectif secondaire énuméré ci-dessus, nous calculons le coefficient de corrélation avec le taux d'inflation dans la zone euro et illustrons statistiquement l'interaction entre ces objectifs. Ces corrélations doivent néanmoins être interprétées avec précaution, le but étant de mettre en lumière les interactions possibles et de connaître leur orientation. Nous réalisons ensuite d'autres analyses statistiques pour approfondir l'examen de ces corrélations avec la stabilité des prix et formuler des conclusions plus détaillées.

Nous procédons ainsi à trois tests complémentaires afin de calculer la corrélation dynamique et l'orientation du lien entre l'objectif principal de la BCE et les objectifs secondaires⁴. Premièrement, nous vérifions à l'aide d'une représentation graphique que la relation entre chaque paire de variables ne dépend pas spécifiquement de points aberrants ou de valeurs extrêmes. Deuxièmement, l'analyse du corrélogramme aide à mettre en évidence la corrélation dynamique entre le taux d'inflation actuel et chacun

4.

Nous fournissons les résultats de ces analyses statistiques complémentaires dans l'annexe de la version anglaise du *Policy brief* pour les variables dont la corrélation est faible et confirmons qu'il n'existe pas de lien stable avec l'objectif principal de la BCE.

des objectifs secondaires étudiés. Enfin, nous estimons un modèle VAR intégrant l'inflation et chaque objectif secondaire, puis présentons les fonctions de réponse aux chocs pour chacune de ces variables. Ce test peut être considéré comme un test de causalité. Il révèle le sens du lien entre l'objectif principal et les objectifs secondaires et permet de savoir si l'objectif principal influe sur l'objectif secondaire et/ou si l'inverse se produit. Il permet de savoir si la poursuite de l'objectif unique de la stabilité des prix s'opère au détriment des autres objectifs et s'il convient de considérer d'autres objectifs.

Sur la base de ces résultats, trois types de lien avec l'objectif principal peuvent être établis (ils sont synthétisés dans le tableau 1 :

- L'objectif principal et les objectifs secondaires sont **indépendants**, il n'existe aucun lien statistique stable sur lequel les décideurs puissent s'appuyer pour assurer en même temps leur objectif principal et l'objectif secondaire ;
- L'objectif principal et les objectifs secondaires sont **complémentaires**, la poursuite de la stabilité des prix peut contribuer à réaliser un objectif secondaire ;
- L'objectif principal et les objectifs secondaires sont **substituables**, la poursuite de l'un des objectifs peut nuire à l'accomplissement de l'autre.

Notre analyse permet d'établir les résultats suivants :

- Il existe une corrélation positive entre le taux d'inflation et son écart-type : il apparaît que l'augmentation du taux d'inflation soit liée à l'augmentation du degré de dispersion de l'inflation au sein de la zone euro ;
- Il existe une forte corrélation négative entre le taux d'inflation et l'écart-type inter-pays des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires accordés aux ménages : l'augmentation du taux d'inflation va de pair avec une réduction du degré de dispersion des taux de crédit hypothécaire ;
- Il existe enfin une corrélation positive entre l'inflation et l'amélioration du niveau de soutenabilité de la dette⁵ ;
- Pour les autres indicateurs, nous ne parvenons pas à identifier de lien significatif avec l'inflation dans la zone euro.

Nous présentons des éléments statistiques plus détaillés pour les paires formées successivement par chacun de ces indicateurs et le taux d'inflation, lorsque nous trouvons une relation statistique forte. Les résultats précis concernant les autres indicateurs se trouvent dans l'annexe de la version anglaise du *Policy brief*⁶.

L'analyse statistique offre donc un aperçu préalable des corrélations et des liens de causalité entre le taux d'inflation et les objectifs secondaires étudiés successivement. Toutefois, cet exercice présente par définition deux limites. Premièrement, il ne repose ni sur une analyse structurelle ni sur une analyse multivariée et ne rend donc pas totalement compte des interactions plus complexes qui peuvent se produire entre les objectifs. Par exemple, nous ne pouvons pas écarter l'hypothèse qu'une variable manquante puisse expliquer une corrélation ou un lien de causalité entre deux variables. Deuxièmement, les tests empiriques ne permettent pas d'évaluer l'impact des instruments qu'utilise la BCE sur les objectifs secondaires. S'il y a complémentarité entre l'objectif principal et les objectifs secondaires, celle-ci n'indique cependant pas si les instruments de la BCE sont les plus efficaces pour satisfaire ces objectifs. C'est pourquoi l'évaluation des objectifs et des outils de la BCE ne peut pas s'appuyer uniquement sur les résultats empiriques que nous avons obtenus. Ces derniers donnent une première orientation, que nous confrontons ensuite aux travaux de recherche existants et aux débats actuels sur le rôle des banques centrales et la définition de leurs mandats.

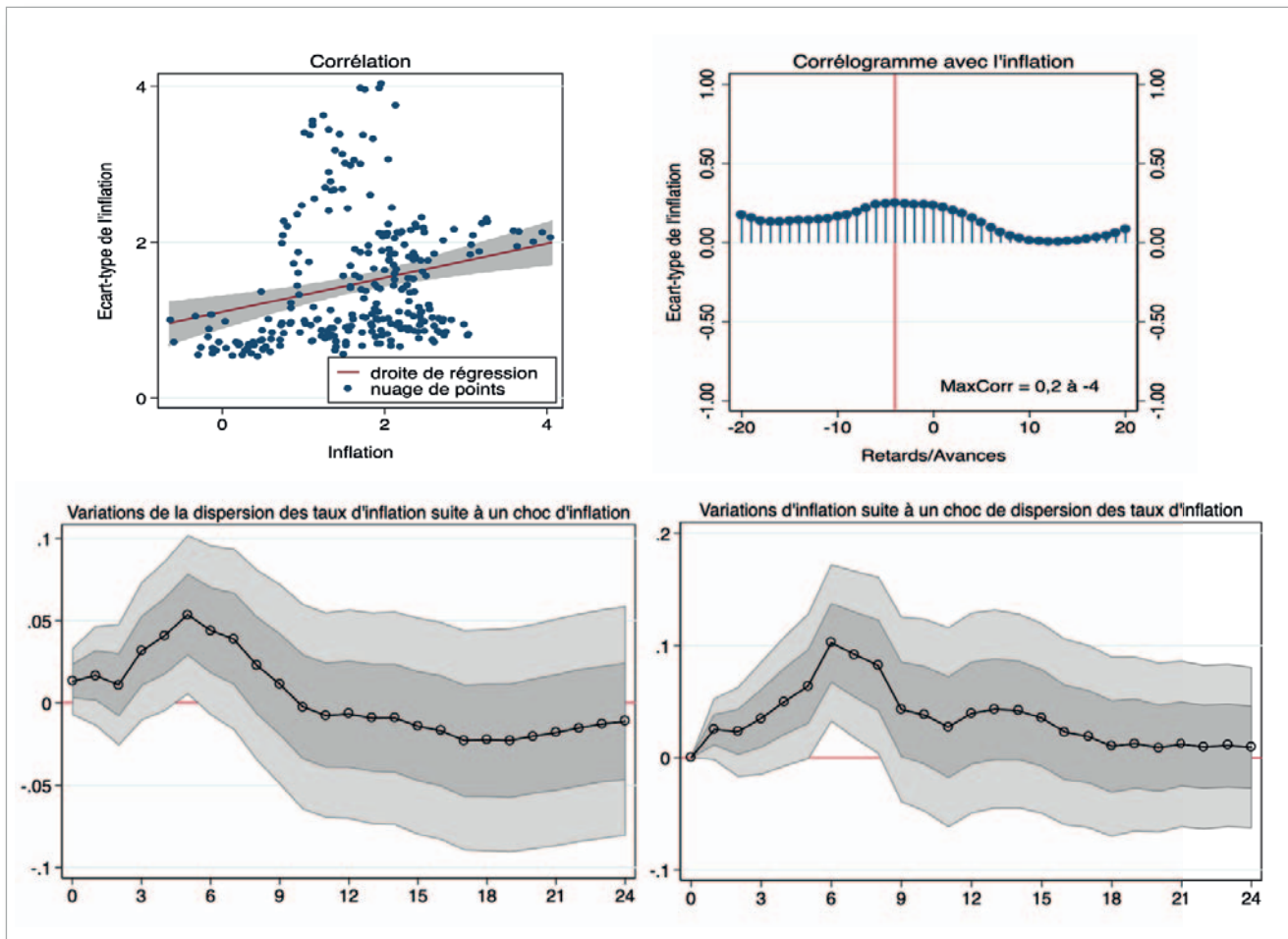
5.

Pour évaluer la soutenabilité de la dette, nous calculons la différence entre l'excédent primaire actuel et l'excédent primaire requis pour ramener le ratio dette sur PIB à 60 %. Cette différence est appelée « indicateur d'écart au solde primaire stabilisant la dette » (*primary balance sustainability gap* [PBSG]).

6.

Nous trouvons également une relation négative entre le taux de chômage et le taux d'inflation, cohérente avec la courbe de Phillips, et que la hausse du taux d'inflation va de pair avec une stabilité financière accrue. Néanmoins, les tests complémentaires ne confirment pas ces deux corrélations. Ce résultat est cohérent avec les travaux montrant un aplatissement de la courbe de Phillips (Coibion et Gorodnichenko, 2015 ; Galí et Gambetti, 2019 ; Del Negro *et al.*, 2020) et avec Blot *et al.*, (2015) qui mettent en évidence la faiblesse du lien entre stabilité des prix et stabilité financière dans la zone euro et aux États-Unis.

Graphique 1. Le lien entre l'inflation et la dispersion des taux d'inflation

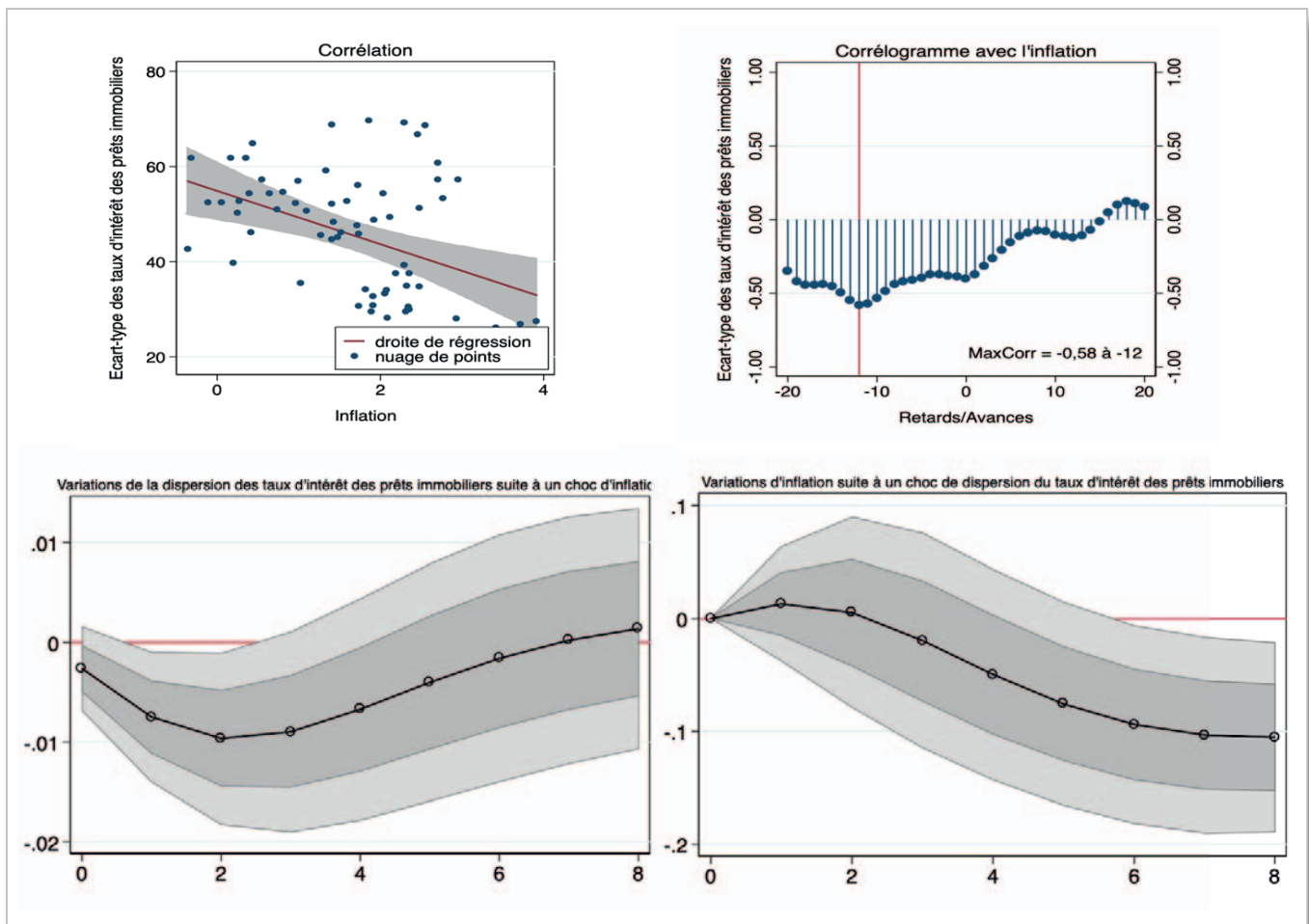


Source : Calculs des auteurs. Les zones en gris foncé (resp. gris clair) représentent les intervalles de confiance pour un (resp. deux) écart(s)-type(s).

Dans le graphique 1, le corrélogramme (en haut à droite) et la droite de régression (en haut à gauche) montrent une relation positive entre le taux d'inflation et sa dispersion au sein de la zone euro. Une inflation plus élevée va de pair avec un plus haut degré de dispersion inter-pays des taux d'inflation. La corrélation est positive et plus forte au niveau du 4^e retard : l'inflation actuelle est principalement liée à son écart-type d'il y a quatre mois. Les fonctions de réponse indiquent les mêmes résultats : la dispersion de l'inflation a un effet positif sur l'inflation et l'inflation a un effet positif sur la dispersion de l'inflation. Ces liens de causalité sont significatifs aux alentours du 6^e mois. D'une part, le taux d'inflation agrégé de la zone euro augmente de 0,1 point de pourcentage six mois après un choc – d'un écart-type – sur la dispersion des taux d'inflation ; d'autre part la dispersion inter-pays des taux d'inflation augmente de 0,05 point six mois après un choc sur les taux d'inflation.

La relation positive et forte qui existe entre ces deux variables indique que les pressions inflationnistes vont de pair avec une fragmentation accrue des taux d'inflation au sein des pays de la zone euro. D'après ces résultats empiriques, l'objectif de la stabilité des prix et celui de l'harmonisation de l'inflation sont **complémentaires**. La poursuite de l'objectif unique de la BCE devrait contribuer à harmoniser les taux d'inflation de la zone euro.

Graphique 2. Le lien entre l'inflation et la dispersion des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires

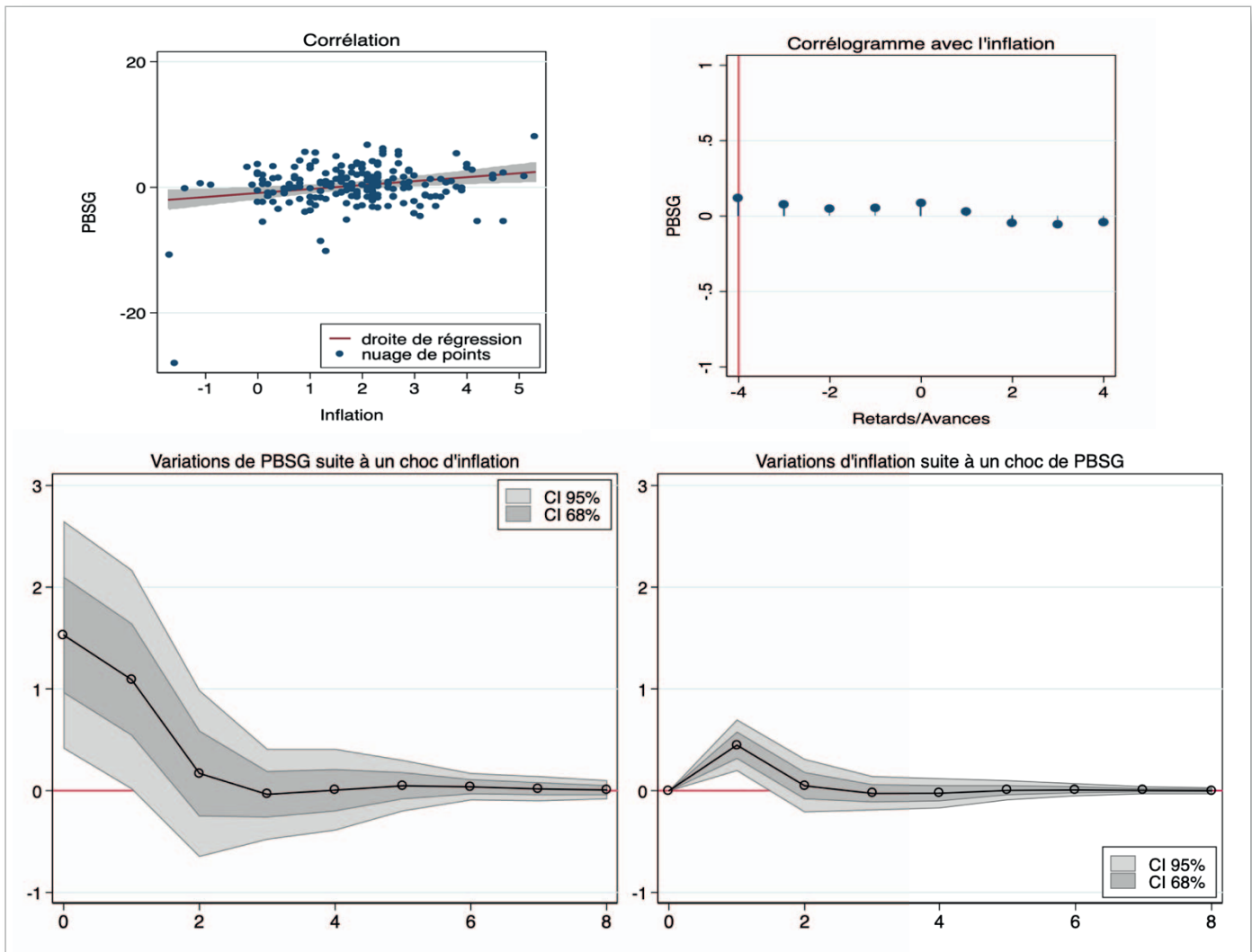


Source : Calculs des auteurs. Les zones en gris foncé (resp. gris clair) représentent les intervalles de confiance pour un (resp. deux) écart(s)-type(s).

Dans le graphique 2, la droite de régression (en haut à gauche) montre une relation négative entre le taux d'inflation et la dispersion des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires. Le corrélogramme (en haut à droite) confirme ce résultat : la corrélation est négative et se creuse davantage lorsque la dispersion des taux de crédit hypothécaire est en décalage de 13 mois par rapport à l'inflation. La hausse de l'inflation va de pair avec la baisse du degré de dispersion et, par conséquent, avec la réduction de la fragmentation financière. Les fonctions de réponse (graphiques inférieurs) confirment ce lien statistiquement négatif entre les deux variables : un choc d'inflation a pour effet de limiter la fragmentation financière en réduisant la dispersion des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires sur les 3 mois suivant le choc (graphique inférieur droit).

D'après ces résultats empiriques, il n'est pas possible de poursuivre ces deux objectifs simultanément. Ils sont donc **substituables** et donnent lieu à un arbitrage. Lorsque la BCE poursuit son objectif de stabilité des prix, elle peut augmenter la fragmentation financière en augmentant la dispersion des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires. L'inverse n'est pas vrai, statistiquement parlant.

Graphique 3. Le lien entre l'inflation et la soutenabilité de la dette publique



Source : Calculs des auteurs. Les zones en gris foncé (resp. gris clair) représentent les intervalles de confiance pour un (resp. deux) écart(s)-type(s).

Dans le graphique 3, l'augmentation de l'indicateur d'écart au solde primaire stabilisant la dette (*primary balance sustainability gap* [PBSG]) reflète une amélioration de la soutenabilité de la dette. Les résultats indiquent une relation positive entre les taux d'inflation et la soutenabilité de la dette publique dans la zone euro : l'augmentation des taux d'inflation va de pair avec l'amélioration de la soutenabilité. Nous trouvons les mêmes résultats dans l'analyse des fonctions de réponse : le PBSG augmente un an après le choc d'inflation (graphique inférieur gauche). De même, l'effet d'un choc du PBSG sur les taux d'inflation de la zone euro s'avère positif et fort sur près de deux ans, période au cours de laquelle l'inflation augmente.

La relation positive et stable entre l'inflation et la soutenabilité de la dette publique donne lieu à un arbitrage : ces objectifs sont **substituables** et ne peuvent pas être atteints simultanément. Bien que la politique monétaire contribue à réduire les coûts de la dette publique (cf. Blot *et al.* 2020c), se concentrer uniquement sur la poursuite de l'objectif de stabilité des prix pourrait détériorer la soutenabilité de la dette publique dans la zone euro.

Une synthèse des résultats des tests est disponible dans le tableau 1. Il met en évidence les relations entre l'objectif de la stabilité des prix et les indicateurs correspondant aux objectifs secondaires. Les deux prochaines sections abordent les enjeux que soulèvent ces trois types de relations.

Si deux objectifs sont indépendants, alors la banque centrale ne peut se contenter de poursuivre un seul objectif en vue de réaliser l'autre. Dans ce cas, si la banque centrale souhaite élargir sa mission à la poursuite de plusieurs objectifs, il est nécessaire d'établir un nouveau mandat.

Le type de relation dit « complémentaire » est plus aisé à traiter, puisque la réalisation d'un objectif ne nuit pas à la poursuite de l'autre. Il soulève toutefois une question importante, en effet, la complémentarité de deux objectifs ne signifie pas forcément que l'instrument employé pour maintenir la stabilité des prix sera complémentaire avec l'objectif secondaire.

Enfin, les objectifs substituables occasionnent des arbitrages, dans la mesure où la poursuite de l'un des objectifs est susceptible d'avoir une incidence négative sur la réalisation de l'autre objectif. C'est le cas avec la fragmentation financière et la soutenabilité de la dette publique : la réduction des tensions inflationnistes accentue la fragmentation financière en ce qui concerne les taux des crédits immobiliers et dégrade la soutenabilité de la dette des pays de la zone euro.

Tableau 1. Synthèse des résultats du test

Indépendance	Complémentarité	Substituabilité
<ul style="list-style-type: none"> ■ Stabilité macroéconomique (chômage) ■ Stabilité financière (CISS) ■ Intégration financière (CIFI) ■ Fragmentation financière (dispersion des taux d'intérêt sur les crédits aux SNF) ■ Changement climatique (Émissions de CO2 induites par la consommation) ■ Inégalités (ratio du revenu moyen du top 1 % sur le revenu moyen des 50 % des plus pauvres) ■ Progrès technique (Productivité globale des facteurs) ■ Fragmentation financière (dispersion des taux d'intérêt souverains) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Hétérogénéité de l'inflation (écart-type des taux d'inflation) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Fragmentation financière (dispersion des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers) ■ Soutenabilité de la dette (PBSG)

Note : Pour chaque variable, nous synthétisons dans le tableau les résultats de la corrélation avec le taux d'inflation, de la dimension temporelle de la corrélation (corrélogramme) et des tests de causalité (fonctions de réponse) des modèles de vecteur autorégressif bivariés. Par exemple, la variable « hétérogénéité de l'inflation » est classée dans la colonne « complémentaire » car la corrélation avec le taux d'inflation est positive et qu'elle a été confirmée à la fois par le corrélogramme et par les fonctions de réponse.

Source : auteurs.

2. Combien d'objectifs faut-il assigner à la BCE ?

L'histoire monétaire rappelle que les banques centrales se sont vues assigner bien des objectifs avant de se préoccuper précisément de la stabilité des prix et d'en faire leur priorité (Goodhart, 2011). À l'origine, l'une des principales missions des banques centrales en général et de la Banque d'Angleterre en particulier était de financer les dépenses publiques, notamment en temps de guerre. Au cours du XIX^e siècle, les missions assignées aux banques centrales ont évolué, *via* leur rôle en tant que prêteur en dernier ressort, l'objectif principal de ces dernières est devenu la stabilité financière. Cela a motivé la création du système de Réserve fédérale, qui fut instauré par le

Federal Reserve Act en décembre 1913 (Bernanke, 2013) après une longue série de crises financières sur plusieurs décennies. La stabilité macroéconomique n'est devenue un objectif de premier ordre qu'après la Grande Dépression et la Seconde Guerre mondiale. Enfin, la remise en cause de la courbe de Phillips et le fameux biais inflationniste explicité dans les années 1980, ont porté l'objectif de la stabilité des prix sur le devant de la scène. La création de la BCE et la définition de son fonctionnement et de son statut couronnent l'avènement du nouveau paradigme de la théorie monétaire (Vincensini et Taugourdeau, 2009).

Plus récemment, la crise financière, la crise de la dette souveraine et la montée de préoccupations nouvelles, comme par exemple le réchauffement climatique et le creusement des inégalités, ont soulevé des questions sur le rôle que doivent jouer les banques centrales et, finalement, sur les objectifs qu'il convient de leur assigner ou sur la nécessité de les hiérarchiser. En ce qui concerne la BCE, le Traité hiérarchise clairement ses objectifs en faisant prévaloir la stabilité des prix sur les autres objectifs, que la BCE doit poursuivre sous réserve que leur accomplissement ne porte pas préjudice à la stabilité des prix. Nous nous interrogeons ici sur la nécessité, ou pas, de réformer le mandat de la BCE.

Tout en conservant à l'esprit les résultats empiriques précédents sur le caractère indépendant, complémentaire ou substituables entre ces objectifs, nous appuyons également nos réflexions sur les travaux de recherche existants et sur les débats actuels concernant le rôle des banques centrales et la définition de leurs mandats. Il convient finalement de rappeler ici que la BCE assume depuis 2012 de nouvelles responsabilités au sein de l'union bancaire européenne qui la placent de fait hors du champ de la politique monétaire. Nous évoquerons dans la section suivante les répercussions que ces nouvelles responsabilités et les instruments afférents ont eues sur la définition de la politique monétaire.

Quels objectifs poursuivre avec le même mandat ?

Le maintien en l'état du mandat de la BCE est sans doute le cas de figure à envisager en priorité. Il est le plus réaliste, dans la mesure où il s'avérera difficile de trouver un compromis politique sur une modification du Traité. Dans ce contexte, la stabilité des prix demeurerait la priorité de la BCE. Pourtant, l'amélioration de la stabilité des prix peut aussi contribuer à la réalisation d'autres objectifs si ces derniers sont complémentaires avec elle. Comme nous l'avons vu dans la section précédente, cette éventualité semble se confirmer en ce qui concerne la convergence des taux d'inflation dans la zone euro. De manière générale, la hausse de l'inflation va de pair avec une volatilité accrue. Kim et Lin (2012) trouvent un lien de causalité double entre l'inflation et sa variabilité qui s'accorde avec les modèles théoriques développés par Ball en 1992 et Cukierman et Meltzer en 1986. Il faut rappeler, toutefois, que pendant la période qui a précédé la crise, malgré une inflation globalement faible dans la zone euro, la dispersion des taux d'inflation a engendré une forte hétérogénéité et creusé les écarts de compétitivité, alimentant ainsi des déséquilibres macroéconomiques. Cette expérience récente suggère que même s'il y a un lien positif entre l'inflation moyenne et sa dispersion inter-pays, le maintien de l'inflation de la zone euro à un niveau inférieur à, mais proche de 2 % ne suffit pas à promouvoir la convergence et à prévenir l'apparition de déséquilibres.

Concernant le réchauffement climatique, la corrélation que nous avons trouvée est nulle et non significative. Même s'il existait une corrélation positive entre un taux d'inflation bas et un faible niveau d'émissions de CO₂, cela ne signifierait pas nécessairement que la banque centrale ait la capacité d'influer efficacement sur le

réchauffement climatique. En effet, les banques centrales ne disposent pas d'instruments particuliers leur permettant de faire face à cet enjeu structurel. L'une des propositions les plus récurrentes pour impliquer la BCE dans une économie bas carbone consiste à l'encourager à racheter des titres émis par des entreprises peu émettrices de gaz à effet de serre (GES). On ignore cependant si la distorsion induite des prix contribuerait effectivement à réduire les émissions de GES. Un autre moyen permettant d'atténuer le réchauffement climatique consisterait à intervenir sur l'activité économique : ralentir l'économie pour réduire les émissions de CO₂. Or cela contredirait l'esprit du Traité, dans la mesure où l'objectif de stabilité des prix ne suppose pas une croissance économique faible. Une inflation proche de sa cible et une production proche de son potentiel, tels qu'ils figurent parmi les objectifs assignés à la BCE (à mandat constant) et à l'Union européenne, ne contribueront donc probablement pas à réduire l'empreinte carbone.

Bien que l'analyse de la section précédente n'ait pas souligné l'existence d'une corrélation significative entre l'inflation et la production, il est parfois considéré que la stabilité des prix tendrait à favoriser la croissance, phénomène que Blanchard et Galí ont appelé la « coïncidence divine » en 2007. Ils montrent toutefois que cette situation relève d'un cas particulier dans un modèle néokeynésien dépourvu d'imperfections réelles. L'arbitrage entre l'inflation et la production ressurgit une fois introduites des rigidités sur les salaires réels. À long terme, une inflation élevée ou très élevée s'avèrera certainement néfaste pour la croissance économique. Dans un cadre macroéconomique à court et moyen terme, plusieurs travaux (*cf.* Coibion et Gorodnichenko, 2015 ; Galí et Gambetti, 2019 ; Del Negro *et al.*, 2020) ont remis en cause la pertinence empirique de la courbe de Phillips. Les chaînes d'approvisionnement mondiales et les déterminants non-domestiques de l'inflation suggèrent que le lien entre l'inflation et la production a disparu ou s'est atténué, comme semble le révéler une simple analyse de corrélation. Comment la BCE doit-elle se préparer à devoir arbitrer entre deux objectifs dont la relation s'est-il amenuisée au cours du temps ? Le Traité préconise l'établissement d'une hiérarchie claire entre les objectifs. Ainsi, lorsqu'un conflit survient, à la suite d'un choc d'offre négatif par exemple, la BCE est censée donner la priorité à l'objectif de stabilité des prix, en hausse, plutôt qu'à la relance de la production. Or, l'arbitrage à réaliser entre ces deux objectifs désormais sans lien statistique fort pourrait être l'occasion de réfléchir à la création d'un double mandat, comme nous le verrons par la suite.

Dans le même esprit, Schwartz décrivait en 1988 plusieurs canaux de transmission grâce auxquels la stabilité des prix assurerait la stabilité financière, une approche devenue par la suite une sorte de « sagesse populaire » interprétée comme un acquis de la science économique. Selon cette approche, la BCE contribuerait à la stabilité financière en maintenant l'inflation à un faible niveau. Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, ce consensus prévalait sans conteste. De toute évidence, les événements ont eu raison de cette sagesse populaire : la période d'avant crise était caractérisée par une inflation faible et stable qui, malgré tout, n'a pas empêché l'apparition de déséquilibres financiers.

Il est assez clair qu'un régime monétaire orienté principalement vers la stabilité des prix, au motif qu'elle encouragerait la croissance économique et améliorerait la stabilité financière, repose sur des bases incertaines : une coïncidence divine et une sagesse populaire. C'est donc sur ces bases fragiles que le mandat de la BCE, tel qu'il est défini actuellement, reste approprié pour la réalisation des objectifs supplémentaires, justifiant ainsi son *statu quo*. Compte tenu des expériences récentes et des analyses empiriques de la section précédente, la question de l'extension du mandat de la BCE mérite d'être soulevée.

Au-delà du lien empirique entre l'objectif principal et les objectifs secondaires, le débat sur le mandat de la BCE repose sur des considérations d'ordre multidimensionnel et soulève plusieurs questions, notamment en ce qui concerne la nature structurelle ou cyclique de sa politique, l'éventuelle nature politique de l'objectif – son attribution à une institution réputée indépendante deviendrait, le cas échéant, très problématique – et celles concernant la gamme d'instruments appropriés pour la poursuite de ces objectifs secondaires.

Extension du mandat

Dans le Traité, la priorité a été accordée à la stabilité des prix considérant qu'il y avait arbitrage entre inflation et chômage uniquement à court terme. Dans les modèles néokeynésiens, la politique monétaire est censée être neutre à long terme, les banques centrales (et la politique monétaire) n'ayant alors d'influence que sur les prix. Or, la littérature indique que la politique monétaire pourrait avoir des répercussions à long terme sur la production et l'emploi (Jordà *et al.*, 2020). Par ailleurs, si le traité instituant l'Union européenne établit une priorité claire, ce n'est pas le cas de la loi sur la Réserve fédérale des États-Unis, d'après laquelle la banque centrale poursuit un double mandat⁷. L'élargissement du mandat pourrait également s'avérer nécessaire dans le cas où il existerait une volonté politique d'intégrer d'autres objectifs n'ayant pas de lien avec la stabilité des prix ou donnant lieu à des arbitrages.

7.

On attribue généralement un double mandat à la Réserve fédérale, bien que la loi sur la réserve fédérale mentionne que l'institution doit poursuivre l'objectif d'un « emploi maximum », garantir des « prix stables » et viser des « taux d'intérêt modérés sur le long terme ».

Un double mandat...

Contrairement au mandat qui érige la stabilité des prix comme objectif unique ou principal de la politique monétaire, le double mandat place la stabilité des prix et la production (ou l'emploi) sur le même plan. Aux États-Unis, la Réserve fédérale est mandatée par le Congrès pour promouvoir l'emploi maximum et garantir des prix stables. Friedman (2008) affirme que, de manière générale, les banques centrales veillent à la fois à la stabilité des prix et à la stabilité macroéconomique, laissant ainsi supposer que même lorsque leur mandat n'est défini qu'en termes de stabilité des prix, les banques centrales restent attentives à la stabilisation de la production. Castro (2011) a montré à cet égard que la variable de l'écart de production entrant en compte dans la fonction de réaction de la BCE, indiquant ainsi que celle-ci veillait effectivement à la stabilisation de la production, ne serait-ce que de manière implicite. Dans ce contexte, les raisons incitant à un changement de mandat perdraient de leur pertinence. Friedman (2008) précise toutefois que le double mandat, qui met les deux objectifs sur un pied d'égalité, est plus approprié dans la mesure où les arbitrages sont explicitement reconnus, donnant ainsi une marge de manœuvre plus importante à la banque centrale pour assurer la stabilisation macroéconomique lorsque le taux de chômage est très élevé (Rosengren, 2013).

... ou un triple mandat ?

Depuis la création de l'union bancaire en 2014, la BCE est responsable de la surveillance des plus grandes banques européennes, ce qui élargit *de facto* sa mission. De plus, pendant la crise financière, la BCE a mis en œuvre une série de mesures visant à satisfaire les besoins de liquidité du système bancaire et a joué le rôle de prêteur en dernier ressort, bien que le Traité ne lui assigne pas cette tâche de manière explicite. Blot *et al.* (2014) estiment que la BCE poursuit *de facto* un triple mandat centré sur la stabilité des prix, la croissance et la stabilité financière. Outre l'attribution d'une mission supplémentaire à la BCE, l'union bancaire l'a aussi dotée d'un nouvel instrument, à savoir : une série d'outils macro et micro-prudentiels. Dès lors, un autre problème surgit quant au rôle que peut jouer la politique monétaire pour renforcer la stabilité financière.

Au-delà de la régulation financière, qui est encore le seul instrument réellement employé pour garantir la stabilité financière, certains économistes pensent que la politique monétaire pourrait intervenir en complément (Woodford, 2012), moyennant l'utilisation des outils conventionnels tels que le taux d'intérêt pour contrer les déséquilibres financiers. Ainsi, pour réduire l'augmentation jugée excessive des prix d'actifs (il reste alors à préciser ce qu'on entend par excessif), la banque centrale devrait augmenter son taux directeur, au risque de voir l'inflation sur les prix à la consommation passer en deçà de la cible. Borio (2002) affirme même que cette stratégie, appelée en anglais « *leaning against the wind* », devrait être systématique. En pratique, aucune banque centrale n'a appliqué cette politique de façon formelle. De plus en plus de travaux tendent toutefois à démontrer que la politique monétaire peut influencer sur le risque financier par le canal de la prise de risques. Ainsi, la stabilité des prix ne suffit plus à garantir la stabilité financière, ce qui constitue un argument supplémentaire en faveur de l'intégration de la stabilité financière parmi les objectifs de la politique monétaire. Greenwood *et al.* (2016) pensent par exemple que la politique monétaire, en s'appuyant sur la taille du bilan de la banque centrale, pourrait promouvoir la stabilité financière par l'injection de liquidités, évitant ainsi l'introduction d'actifs risqués sur les marchés financiers.

Avec la crise du COVID-19, la zone euro se trouve confrontée à un nouvel épisode récessif qui nécessite des réactions de politique économique d'ampleur. La dette publique va augmenter, ce qui risque de poser des problèmes en termes de soutenabilité. Cette situation peut rappeler celles que nous avons connues après la crise financière mondiale ou la crise de la dette européenne ; la BCE a joué un rôle crucial pour briser les cercles vicieux et éviter que l'état monétaire ne se resserre davantage sur les taux souverains. Reis (2017) analyse le rôle que joue l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* [QE]) dans l'amélioration de la soutenabilité de la dette publique et le maintien de la stabilité financière. Lorsqu'il existe un risque de défaut de paiement, l'assouplissement quantitatif permet à la banque centrale de « retirer le risque de défaut de paiement des bilans des banques pour l'introduire dans son propre bilan » en émettant des réserves que seules les banques détiennent. Reis (2017) affirme cependant que l'assouplissement quantitatif ne constitue pas un financement monétaire des déficits et qu'il ne ramène pas les banques centrales à leur objectif d'origine. Ainsi que nous le suggérons dans la section suivante, il serait certainement plus pertinent, car plus réaliste, de renforcer la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire que de prescrire aux banques centrales l'objectif de soutenabilité de la dette publique qui remettrait en cause leur indépendance et provoquerait des tensions difficilement réconciliables entre les États membres.

Notre analyse nous amène donc à proposer d'élargir le mandat de la BCE pour y intégrer le plein emploi et la stabilité financière car, outre leur importance sociale, ces objectifs sont étroitement liés à la politique monétaire. Il convient toutefois de préciser qu'une telle proposition sous-tend une révision du Traité, procédure pour le moins complexe.

Faut-il intégrer explicitement d'autres objectifs au mandat ?

Outre la stabilisation de la production et la stabilité financière, l'introduction explicite d'autres objectifs au mandat pourrait s'avérer intéressante. Parmi ces objectifs supplémentaires, nous avons déjà évoqué et étudié dans la section précédente la réduction des inégalités, l'atténuation du réchauffement climatique, l'intégration financière et la convergence. Sous quelles conditions convient-il d'élargir le mandat à d'autres objectifs ? Deux critères peuvent être retenus dans l'évaluation des objectifs à

inscrire au mandat de la banque centrale. Premièrement, ces objectifs doivent être choisis au regard de leur utilité sociale. Deuxièmement, la politique monétaire doit être en mesure d'influer sur ces objectifs de sorte que la BCE puisse en rendre compte. Il serait en effet malavisé de prescrire des objectifs que la BCE serait incapable de contrôler. Blot *et al.* (2016) abordent cette question à la lumière de la définition de la cible d'inflation : si l'inflation de la zone euro est déterminée par des facteurs internationaux plutôt que par des facteurs domestiques, alors la BCE ne peut influencer efficacement l'inflation et elle ne peut être tenue pour responsable de la satisfaction ou non de l'objectif. Sa crédibilité risque alors d'être ébranlée.

Le rôle de la politique monétaire vis-à-vis des inégalités a longtemps été sous-estimé, en vertu du postulat selon lequel la politique monétaire n'aurait qu'un impact limité ou indirect sur ces dernières. Cette question a pourtant récemment fait l'objet de débats politiques et académiques. La question des effets secondaires potentiels des mesures dites non-conventionnelles s'est invitée dans le débat, car ces politiques augmentent le prix des actifs et peuvent, par conséquent, aggraver les inégalités de patrimoine. Il convient cependant de remarquer que ces mesures influent sur la distribution des revenus et du patrimoine par le biais de divers canaux et que ces derniers ont parfois des effets contradictoires. Les conclusions quant à la forme et à l'ampleur de ces répercussions ne sont pas claires. Auclert (2019) fournit une description de ces canaux dans un modèle théorique avec des agents hétérogènes. La politique monétaire a des effets différenciés le long de la distribution des revenus en raison de ses effets sur l'emploi, l'inflation et les taux d'intérêt réels qui influent sur les prix des actifs. Il souligne notamment que les répercussions de la politique monétaire sur la distribution des revenus sont étroitement liées aux répercussions de cette dernière sur l'emploi. En outre, l'effet redistributif de la politique monétaire sur les prix des actifs est subtil et dépend de la composition du patrimoine financier, ce qui signifie que tous les détenteurs d'actifs financiers ne bénéficient pas forcément d'une politique monétaire accommodante. Les données empiriques aboutissent à des résultats divergents. Par ailleurs, même si la politique monétaire a des répercussions sur les inégalités, leur ampleur demeure faible comparée à l'effet que produisent les outils socio-fiscaux (*cf.* Creel et El Herradi, 2019). Enfin, la question des inégalités reflète des choix sociaux qui peuvent différer d'un pays à l'autre et au cours du temps. Il serait donc difficile d'inscrire dans le marbre du Traité un objectif sur un degré souhaitable d'inégalité. Cette question est hautement politique et l'attribution de cet objectif à la BCE ferait inévitablement entrer l'institution dans le domaine politique, ce qui s'avérerait incompatible avec son indépendance. Néanmoins, il est essentiel que les décideurs politiques aient conscience des effets potentiels de leurs décisions sur un objectif social aussi important. Plutôt que de réorienter les objectifs confiés à la banque centrale, il serait peut-être plus pertinent de renforcer la coordination entre politique budgétaire et politique monétaire afin de mieux internaliser les effets indésirables de la politique monétaire sur les inégalités.

En ce qui concerne l'atténuation du réchauffement climatique, la question se pose en d'autres termes. Bien que l'objectif revête une importance sociale, aucun lien évident ne le relie aux instruments existants de la politique monétaire. La politique monétaire peut cependant favoriser la transition vers une économie bas-carbone par l'achat de titres financiers comme les obligations vertes, qui servent à financer les projets soutenant cette transition. Cela impliquerait par exemple de réorienter les programmes d'assouplissement quantitatif, mais il revient avant tout aux gouvernements de décider de l'émission ou non de telles obligations. Sous réserve que l'instrument d'assouplissement quantitatif soit activé, la BCE pourrait alors *indirectement* contribuer à l'atténuation du réchauffement climatique. Aucun amendement au Traité n'est nécessaire pour y parvenir.

La convergence est une aspiration historique de l'Union européenne et un objectif important de chaque zone monétaire. L'avènement de l'Union monétaire en 1999 a constitué un pas supplémentaire vers l'intégration européenne. La crise financière mondiale a toutefois mis au jour les failles institutionnelles de l'Union monétaire européenne. Malgré un faible taux d'inflation dans la zone euro – de 1999 à 2007, l'inflation moyenne était en effet proche de la cible des 2 % –, la divergence s'est amplifiée et les déséquilibres macroéconomiques ont déclenché une crise de l'euro menaçant la zone d'euro d'éclatement en 2012 puis en 2015, lors de la crise grecque. Comme l'ont souligné Blot *et al.* (2019a), « la divergence nominale a engendré des déséquilibres financiers puis des divergences réelles au sein de la zone euro ». La BCE a joué un rôle essentiel pendant cette période, notamment en mettant en œuvre des programmes comme le SMP (*Securities Market Programme*) et l'OMT (*Outright Monetary Transactions*), qui ont permis d'échapper à des conséquences plus dramatiques encore. La divergence nominale et la fragmentation financière sont donc liées, et la politique monétaire a la capacité de remédier à la fragmentation des marchés souverains. Aussi, il est important que la BCE veille à réduire la fragmentation dans la mesure où cette dernière dégrade la transmission de la politique monétaire. C'est d'ailleurs la principale raison qui a poussé la BCE à mettre en œuvre des mesures non-conventionnelles (Durré *et al.*, 2014). Comme la banque centrale dispose d'outils pertinents en la matière, il serait tentant d'envisager la possibilité d'ajouter la convergence à la liste des objectifs de la politique monétaire.

Enfin, Blot *et al.* (2019b) ont également suggéré une modification de la définition de la cible de stabilité des prix. Plutôt que de viser un taux d'inflation de 2 % au sein de la zone euro dans son ensemble, la BCE pourrait aspirer à éviter de fortes disparités entre les taux d'inflation nationaux afin de se prémunir contre les différentes divergences qui ont provoqué la crise de la zone euro. D'après eux, il serait possible d'effectuer une telle modification sans recourir à un changement de Traité, puisque la BCE dispose d'une marge de manœuvre lui permettant de revoir la définition de sa cible. Cependant, la BCE pourrait se voir contrainte de rendre compte des déséquilibres nominaux si elle ajoutait la convergence sur la liste des objectifs de sa politique monétaire.

3. La réalisation des objectifs secondaires doit-elle s'appuyer sur de nouveaux outils ou sur une meilleure coordination ?

Les liens empiriques entre l'objectif principal et les objectifs secondaires ainsi que la réflexion sur les bienfaits d'une extension ou d'une précision du mandat de la BCE soulèvent deux questions : premièrement, la BCE a-t-elle suffisamment d'instruments à sa disposition et deuxièmement, faut-il renforcer la coopération entre les gouvernements ?

Les outils pour assurer la stabilité et l'intégration financières

Nous avons déjà mis en évidence trois éléments importants : premièrement, l'analyse empirique des corrélations et causalités (section 1) entre, d'une part, les taux d'inflation et, d'autre part, les mesures de stabilisation ou d'intégration financières ont

révélé que ces variables étaient indépendantes les unes des autres. Deuxièmement, et en dépit de ce résultat empirique, il n'est pas exclu que la politique monétaire doive par exemple cibler à la fois la stabilité des prix et la stabilité financière (section 2) ; l'indépendance entre ces deux objectifs rend ce double mandat encore plus simple à poursuivre, sous réserve que les outils employés pour réaliser un objectif ne perturbent pas la poursuite d'un autre. Troisièmement, la BCE s'est récemment vue dotée de leviers macro-prudentiels et micro-prudentiels – dans le cadre de l'Union bancaire – pour promouvoir la stabilité financière. Il convient d'ajouter à ces instruments de régulation les différentes mesures dites « non-conventionnelles » de politique monétaire (telles que les opérations de refinancement à plus long terme ciblées et les programmes d'achats d'actifs) qui ont permis d'atténuer les coûts de financement des banques et les risques pesant sur leurs bilans.

La BCE est équipée de suffisamment d'outils qui, d'après la règle de Tinbergen, lui permettent d'atteindre plusieurs objectifs. Si l'on part du principe que les instruments choisis permettent d'atteindre efficacement leurs cibles respectives, il convient toutefois d'éviter trois écueils.

Le premier consiste à vérifier dans quelle mesure l'outil employé pour accomplir l'objectif secondaire, tel que par exemple la stabilité financière, peut être utilisé de façon symétrique. L'hétérogénéité des frictions économiques et financières qui se produisent dans les mauvaises comme dans les bonnes périodes – comme par exemple la flambée et la chute du prix des actifs – peut en effet produire des effets asymétriques des politiques monétaires, requérant dès lors de la part de la banque centrale un usage circonstancié. Blot *et al.* (2020a) ont démontré que la politique monétaire avait des effets asymétriques sur les déséquilibres boursiers dans la zone euro⁸.

Le deuxième écueil réside dans la transparence et la communication des décisions prises. Supposons que la BCE mette en œuvre des mesures conflictuelles à l'égard de son objectif principal et de ses objectifs secondaires, en augmentant par exemple son taux directeur tout en réduisant les exigences de fonds propres des banques. Bien que les deux politiques tendent à la réalisation de deux objectifs indépendants, elles semblent s'engager dans des voies opposées, la première étant restrictive et l'autre accommodante. Afin de limiter l'incompréhension autour de l'orientation de sa politique monétaire, la BCE devra alors choisir deux instruments qui n'ont pas d'effets croisés sur l'objectif principal et les objectifs secondaires. Or de tels instruments sont très difficiles à trouver et rien ne garantit qu'ils soient sans effet sur les différents objectifs. Par conséquent, la BCE n'aura pas d'autre choix que d'expliquer que les mesures qu'elle a prises tiennent effectivement compte de leurs effets croisés. Nous soulignons ici le rôle crucial de la communication. Son rôle est d'autant plus important que la séparation juridique stricte entre le Mécanisme de surveillance unique (MSU) et le rôle de la politique monétaire de la BCE, telle que prévue par le règlement MSU, ne permet pas de coordonner les deux politiques explicitement, à savoir la politique monétaire de la BCE d'une part et son rôle de stabilisation financière d'autre part.

Le troisième écueil tient à la dispersion des taux de crédit hypothécaire. L'objectif de stabilité des prix va à l'encontre de la réduction de la dispersion, intensifiant par conséquent cette source de fragmentation financière. Cet enjeu est important car il perturbe la transmission de la politique monétaire (par l'augmentation de l'hétérogénéité des taux de crédit) et pèse sur les inégalités (en raison de l'hétérogénéité de l'accès au logement et au patrimoine non financier). Il pourrait donc s'avérer avantageux pour la zone euro que la BCE développe des instruments de régulation communs sur les marchés de crédit immobilier afin d'homogénéiser la transmission des taux directeurs sur les taux de crédit immobilier.

8.

Dans le cas des États-Unis, Blot *et al.* (2020b) ont montré que les mesures restrictives avaient plus d'influence sur les bulles spéculatives que les politiques accommodantes.

Renforcement de la coordination entre les politiques monétaire et budgétaire

Au-delà du débat sur la définition du mandat confié à la BCE et les instruments adaptés à la poursuite de ses objectifs, il convient également de prendre en compte les interactions possibles avec les instruments à disposition des autres institutions. Même si l'on considère que la stabilité des prix doit demeurer l'objectif principal de la BCE, cette dernière ne doit pas exclure les interactions possibles entre les politiques monétaire et budgétaire. La difficulté de la BCE à atteindre la cible d'une inflation « inférieure à, mais proche de 2 % » montre que d'autres facteurs peuvent contrer les effets de sa politique monétaire et la dévier de sa trajectoire.

Dans ce contexte, il peut s'avérer nécessaire de renforcer la coordination entre les institutions qui mettent en œuvre des mesures pesant sur l'objectif principal de la BCE, sauf si les décisions de politique monétaire sont suffisamment puissantes pour parvenir à internaliser l'effet de cet autre instrument. L'alignement de la politique monétaire et de la politique budgétaire est essentiel à la stabilité macroéconomique, qu'elle implique la poursuite du seul objectif de stabilité des prix ou d'un double mandat. La poursuite de la stabilité financière et l'orientation de la politique monétaire à cette fin peut aussi s'appuyer sur une meilleure coordination entre les institutions de surveillance financière (*via* les instruments prudentiels).

4. En guise de conclusion : le rôle de la coordination

Pour conclure, la coordination peut s'avérer utile si la politique monétaire aide les autres institutions à poursuivre un objectif qui n'est pas attribué à la banque centrale.

Les résultats de l'analyse empirique présentés dans la première section ont mis en évidence l'existence d'un conflit entre les objectifs de stabilité des prix et de soutenabilité de la dette. Ce conflit n'est pas nouveau : on sait que les périodes de fort endettement public ont presque toujours abouti à une hausse de l'inflation. En outre, l'indépendance de la BCE repose sur l'interdiction du financement monétaire. La soutenabilité de la dette est donc un facteur-clé dans la poursuite d'une croissance économique équilibrée. Dans la mesure où la BCE s'est vue confier l'objectif secondaire de croissance économique équilibrée, elle se doit de contrôler attentivement l'interaction entre ses décisions de politique monétaire et la soutenabilité de la dette. Là encore, une bonne coordination entre les politiques de la BCE et les gouvernements de la zone euro s'avère indispensable. Le dosage macroéconomique à court terme est non seulement essentiel à la poursuite d'une politique monétaire efficace, mais il permet aussi de se prémunir contre le risque de défaut de paiement.

Nous avons déjà vu que la politique monétaire n'était pas suffisamment équipée pour remédier au réchauffement climatique et aux creusement des inégalités : les politiques publiques disposent de davantage de leviers pour ce faire, tels que les taxes et les transferts. Il convient toutefois de souligner que face aux difficultés que peut représenter la coordination des politiques de 19 gouvernements, une institution fédérale comme la BCE permettrait de donner un élan commun. Une coordination entre la BCE

et les gouvernements de la zone euro pourrait donc s'avérer nécessaire à la promotion de ces deux objectifs, sans porter préjudice à la poursuite de l'objectif principal de la BCE. La BCE pourrait très bien consacrer une partie de ses achats d'obligations aux « obligations vertes ». Les gouvernements s'engageraient alors à augmenter leurs « dépenses vertes » en émettant des obligations facilement identifiables, afin que la BCE les rachète (sur les marchés secondaires) en priorité. Leur prix gonflerait par rapport à celui des autres obligations, conférant davantage de liquidités aux premières.

Les résultats présentés dans la première section montrent également que l'inflation, d'une part, et la productivité globale des facteurs (PGF) et la stabilité économique, d'autre part, ne partagent pas respectivement de lien stable. Si l'extension du mandat de la BCE a précédemment été évoquée pour ce qui concerne l'objectif de stabilisation macroéconomique, l'engagement de la BCE envers le progrès technique est quant à lui moins évident. Il n'en demeure pas moins que les indicateurs de stabilisation macroéconomique (comme par exemple les taux de chômage) et de progrès technique (PGF) s'avèrent utiles dans l'identification des chocs d'offre et de demande. À ce titre, il est important que la BCE et les gouvernements de la zone euro travaillent en étroite collaboration à l'identification des chocs au sein de la zone euro, que ceux-ci soient idiosyncratiques ou globaux et qu'ils concernent l'offre ou la demande, afin de garantir un dosage macroéconomique cohérent. La crise du COVID-19 montre que le partage d'information sur la nature des chocs est essentiel dans la mesure où il permet de se prémunir contre le risque de décisions inadaptées (restriction monétaire et/ou expansion budgétaire permanente après un choc d'offre négatif). Elle a également révélé que la coordination en matière de politiques monétaire et budgétaire contribuait à renforcer leurs effets respectifs et à réaliser leurs objectifs : l'expansion monétaire réduit les coûts de l'expansion budgétaire et fiscale et aide cette dernière à contrer la baisse de la demande et de l'offre tandis que l'expansion budgétaire aide la politique monétaire à atteindre sa cible d'inflation ■

Références

- Auclert A., 2019, « Monetary policy and the redistribution channel », *American Economic Review*, vol. 109, n° 6, pp. 2333-67.
- Ball L., 1992, « Why does high inflation raise inflation uncertainty? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 29, n° 3, pp. 371-388.
- Bernanke B., 2013, « A century of US central banking: Goals, frameworks, accountability », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, n° 4, pp. 3-16.
- Blanchard O. et Galí J., 2007, « Real wage rigidities and the New Keynesian model », *Journal of money, credit and banking*, n° 39, pp. 35-65.
- Blot C., Creel J., Hubert P. et Labondance F., 2014, « Dealing with the ECB's triple mandate? », *Revue de l'OFCE*, n° 134, pp. 163-173.
- Blot C., J. Creel, P. Hubert, F. Labondance et F. Saraceno, 2015, « Assessing the link between price and financial stability », *Journal of Financial Stability*, n°16, pp. 71-88.
- Blot C., J. Creel, P. Hubert, F. Labondance et X. Ragot, 2016, « Euro Area Inflation and ECB Policy in a Global Environment », *Politica Economica: Journal of Economic Policy*, vol. 32, n° 3, pp. 539-554.
- Blot C., Creel J. et Ragot X., 2019a, *The euro at 20: A concise critical assessment*, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, janvier.

- Blot C., Creel J. et Hubert P., 2019b, *Thoughts on a review of the ECB's monetary policy strategy*, Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, novembre.
- Blot C., Hubert P. et Labondance F., 2020a, « Monetary policy and asset prices in the euro since the global financial crisis », *Revue d'Économie Politique*, vol. 130, n° 2, pp. 256-280.
- Blot C., Hubert P. et Labondance F., 2020b, « The asymmetric effects of monetary policy on stock price bubbles », *Sciences Po OFCE Working Paper*, n° 2020-12.
- Blot C., Creel J., Hubert P. et Labondance F., 2020c, « The Role of ECB Monetary Policy and Financial Stress on Eurozone Sovereign Yields », *Empirical Economics*, forthcoming.
- Borio C. E. et Lowe P. W., 2002, « Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus », *BIS Working Paper*, n° 114.
- Castro V., 2011, « Can central banks' monetary policy be described by a linear (augmented) Taylor rule or by a nonlinear rule? », *Journal of Financial Stability*, vol. 7, n° 4, pp. 228-246.
- Coibion O. et Y. Gorodnichenko, 2015, « Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, n° 1 pp. 197-232.
- Creel J. et El Herradi M., 2019, « Shocking aspects of monetary policy on income inequality in the euro area », *OFCE Working Paper*, n° 15, septembre.
- Cukierman A. et Meltzer A. H., 1986, « A theory of ambiguity, credibility, and inflation under discretion and asymmetric information », *Econometrica*, pp. 1099-1128.
- Del Negro M., M. Lenza, G. Primiceri et A. Tambalotti, 2020, « What's up with the Phillips Curve? », *NBER Working Paper*, n° 27003.
- Doepke M. et Schneider M., 2006, « Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 6.
- Durré A., Maddaloni A. et Mongelli F. P., 2014, « The ECB's experience of monetary policy in a financially fragmented euro area », *Comparative Economic Studies*, vol. 56, n° 3, pp. 396-423.
- Friedman B. M., 2008, « Why a dual mandate is right for monetary policy », *International Finance*, vol. 11, n° 2, pp. 153-165.
- Galí J. et L. Gambetti, 2019, « Has the US wage Phillips curve flattened? A semi-structural exploration », *NBER Working Paper*, n° 25476.
- Goodhart C. A. E., 2011, « The changing role of central banks », *Financial History Review*, vol. 18, n° 2, pp. 135-154.
- Greenwood R., S. G. Hanson et J. C. Stein, 2016, « The Federal Reserve's balance sheet as a financial-stability tool », Jackson Hole Symposium: Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Jordà Ò., Singh S. R. et Taylor A. M., 2020, « The long-run effects of monetary policy », *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, n° 2020-01
- Kim D. H. et Lin S. C., 2012, « Inflation and inflation volatility revisited », *International finance*, vol. 15, n° 3, pp. 327-345.
- Peters G. P., Minx J. C., Weber L. et Edenhofer O., 2011, « Growth in emission transfers via international trade from 1990 to 2008 », *Proceedings of the National Academy of Sciences USA*.
- Peters G. P., Davis S. J. et Andrew R., 2012, « A synthesis of carbon in international trade », *Biogeosciences*, n° 9, pp. 3247-3276.
- Reis R., 2017, « QE in the future: The central bank's balance sheet in a fiscal crisis », *IMF Economic Review*, vol. 65, n° 1, pp. 71-112.

- Rosengren E. S., 2013, « Should full employment be a mandate for central banks? », In Remarks at the Federal Reserve Bank of Boston's 57th Economic Conference, avril.
- Schwartz A. J., 1998, « Why financial stability depends on price stability », in G. Wood (ed.), *Money, prices and the real economy*, pp. 34-41, Northampton, MA, Edward Elgar.
- Smets F., 2014, « Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? », *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n° 2, pp. 263-300.
- Vincensini C. et Taugourdeau E., 2009, « La justification économique de l'Union économique et monétaire: ex ante, ex post ou inexistante? », *Revue française d'économie*, vol. 24, n° 2, pp. 57-83.
- Woodford M., 2012, « Inflation targeting and financial stability », *Sveriges Riksbank Economic Review*, n° 1, pp. 7-32.

Nos derniers Policy briefs

05 juin 2020

Évaluation de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement sur l'économie mondiale en avril 2020

Département analyse et prévision, sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

07 mai 2020

Pétrole : chronique d'un effondrement

Céline Antonin

06 mai 2020

Évaluation au 6 mai 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement sur le marché du travail en France

Bruno Ducoudré, Pierre Madec

20 avril 2020

Évaluation au 20 avril 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement en France : *comptes d'agents et de branches*

Département analyse et prévision

30 mars 2020

Évaluation au 30 mars 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement en France

Département analyse et prévision, sous la direction d'Éric Heyer et de Xavier Timbeau

Pour citer ce document :

Christophe Blot, Jérôme Creel, Emmanuelle Faure et Paul Hubert, 2020, « De nouvelles priorités pour le mandat de la BCE », *OFCE Policy brief 70*, 8 juin.

Directeur de la publication Xavier Ragot
Rédacteur en chef du blog et des *Policy briefs* Guillaume Allègre
Réalisation Najette Moumimi (OFCE).

Copyright © 2020 – OFCE *policy brief* ISSN 2271-359X. All Rights Reserved.

www.ofce.sciences-po.fr  @ofceparis