

### III / La révision de la stratégie de la BCE<sup>1</sup>

Christophe Blot, Caroline Bozou et Jérôme Creel

**E**n juillet 2021, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé la conclusion du processus de révision de sa stratégie de politique monétaire qui avait été lancé en janvier 2020. Il s'agit de sa deuxième révision depuis sa création en 1999. La précédente, en 2003, avait conduit la BCE à modifier la définition de la stabilité des prix et sa stratégie dite de « piliers économique et monétaire ». Ces événements rares sont importants et témoignent du nécessaire ajustement de la politique monétaire à l'évolution de la situation macroéconomique et aux développements des connaissances relatives à la conduite de la politique monétaire. La révision annoncée pendant l'été 2021 inclut notamment l'adoption d'un changement de la cible d'inflation puisque, désormais, la BCE visera un objectif symétrique de 2 %. Contrairement à la Réserve fédérale (Fed), la BCE n'a pas adopté un régime dit de « ciblage de l'inflation moyenne » (*average inflation targeting* — AIT). En effet, les écarts symétriques par rapport à l'objectif sont considérés comme « également indésirables » par la BCE et ne sont tolérés que dans la mesure où ils sont censés être transitoires. Cette différence avec la décision récente de la Réserve fédérale, annoncée en août 2020, suggère que plusieurs stratégies sont possibles en matière de ciblage d'inflation.

Nous discutons d'abord des raisons qui doivent inciter les banques centrales à revoir leur stratégie de politique monétaire à intervalle régulier. Nous présentons ensuite les différents élé-

---

<sup>1</sup> Ce texte s'appuie sur un texte produit dans le cadre du Dialogue monétaire entre le Parlement européen et la BCE, novembre 2021.

ments de la révision de la BCE en mettant l'accent sur la définition de la cible d'inflation. Enfin, nous discutons de la pertinence de stratégies alternatives. La conclusion propose ensuite d'ouvrir le débat de la révision dans un cadre où le mandat de la BCE serait modifié, impliquant dès lors un changement de traité, donc l'unanimité des États membres.

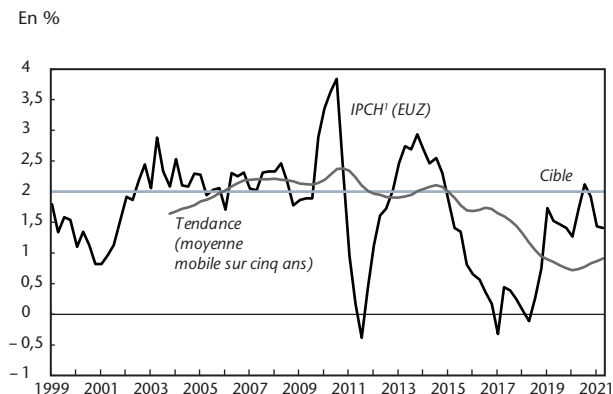
### **Pourquoi réviser la stratégie de politique monétaire ?**

On peut envisager au moins quatre raisons justifiant la révision récente de la stratégie de politique monétaire (voir notamment, Blot *et al.* [2020, 2021] pour une discussion plus approfondie). Rappelons avant cela que la BCE est une jeune banque centrale, fondée à la fin des années 1990 dans un contexte exceptionnel : la création d'une nouvelle monnaie pour un ensemble de onze pays initialement, et dorénavant dix-neuf. Le mandat de la BCE a été introduit dans le traité de Maastricht et n'a jamais été modifié. Il stipule que l'objectif principal est de maintenir la stabilité des prix (art. 127 TFUE). Il est également précisé que, « sans préjudice de l'objectif principal de stabilité des prix, le SEBC [Système européen de banques centrales] apporte son soutien aux politiques générales dans l'Union ». La stratégie de politique monétaire permet donc à la BCE de communiquer son interprétation du mandat et les principaux moyens qu'elle met en œuvre pour l'atteindre. C'est cette stratégie qui guide ensuite les décisions régulières de politique monétaire.

C'est l'IME (Institut monétaire européen), embryon de la BCE, qui fut chargé d'élaborer la première stratégie de politique monétaire qui devait être suivie par la future banque centrale à partir de janvier 1999. Comme le soulignent Vincensini et Tagourdeau [2009], l'architecture du *policy mix* en zone euro reflétait en partie l'état du débat en matière de politique économique, plutôt confiant envers un banquier central pourvu qu'il soit indépendant du pouvoir politique et conservateur de surcroît. La création de la BCE fut aussi fortement liée à la nécessité de trouver un compromis entre les pays européens, ce qui a conduit à caler le fonctionnement de la BCE sur le modèle de la Bundesbank, expliquant ainsi l'adoption d'un objectif principal d'inflation et la référence au pilier monétaire.

Une première révision avait été proposée en 2003, mais depuis, et malgré l'évolution du contexte macroéconomique, les

Graphique 1. Inflation en zone euro depuis 1999



1. IPCH : indice des prix à la consommation harmonisé.

Source : Eurostat.

avancées scientifiques et les changements importants intervenus dans la conduite de la politique monétaire, aucune modification substantielle n'avait été apportée à la stratégie de politique monétaire.

Depuis 2003, la fréquence des crises mondiales a considérablement augmenté. Ces crises ont entraîné de longues périodes de faible croissance et d'inflation inférieure à l'objectif, qui nécessitent une réévaluation de la stratégie de la BCE (voir graphique 1). Elles ont également conduit à l'utilisation de nouveaux instruments de politique, comme les politiques monétaires dites non conventionnelles, qui nécessitent une évaluation et une clarification quant à leur capacité à intégrer la boîte à outils habituelle ou conventionnelle de la BCE.

Deuxièmement, la baisse persistante de la croissance du PIB a entraîné une réduction de la valeur du taux d'intérêt naturel (ou taux d'intérêt d'équilibre à long terme). Ce phénomène induit une baisse des taux directeurs. Bien que le fait de cibler un taux d'inflation bas ait pu contribuer à ancrer les anticipations d'inflation jusqu'aux années 2000, cette situation réduit aussi la

capacité de la banque centrale à mettre en œuvre une politique expansionniste en réponse à un ralentissement économique<sup>2</sup>.

Troisièmement, l'évolution des connaissances académiques a permis de mettre en évidence de nouveaux canaux de transmission de la politique monétaire tels que les effets de signal ou le rôle de la communication. La communication permet notamment de guider les anticipations d'inflation et de (mieux) comprendre la manière dont les comités de politique monétaire prennent leurs décisions. Cela permet dès lors d'anticiper les futurs mouvements de taux d'intérêt.

Quatrièmement, de nouvelles formes de communication sont apparues depuis 2003, telles que les médias sociaux, et peuvent obliger les banques centrales à cibler un nouveau public avec de nouveaux outils.

Puisque la BCE ne fixe pas son mandat, défini dans le traité<sup>3</sup>, il n'est pas surprenant que la révision s'inscrive dans le cadre de ce mandat et porte donc principalement sur son interprétation de l'objectif de stabilité des prix, c'est-à-dire sur sa valeur, sa fourchette, les déviations autour de celui-ci, l'horizon de stabilité des prix et également sa mesure statistique. Dans ces conditions, la révision conduit plus à une évolution de la stratégie qu'à une révolution.

### **Pourquoi réviser la cible d'inflation ?**

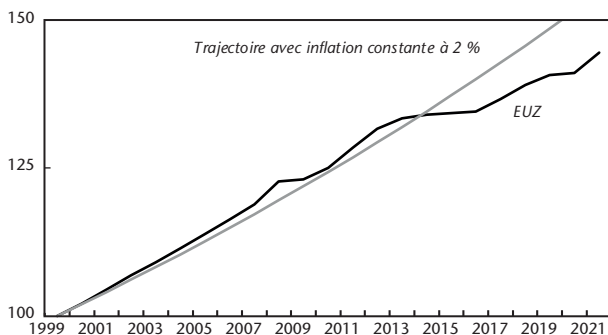
La révision proposée en juillet 2021 a conduit la BCE à proposer une clarification relative à la quantification de la cible d'inflation. Auparavant, l'objectif de la BCE était défini comme une inflation « proche de, mais inférieure à » 2 % à moyen terme. Depuis l'introduction de l'euro en 1999, l'inflation moyenne de la zone euro s'élève à 1,7 %. Toutefois, cette moyenne du taux d'inflation mêle la période antérieure à 2008, où l'inflation était proche de 2 %, et la période postérieure à la crise financière glo-

2 Selon I. Fisher, le taux d'intérêt nominal de court terme est la somme du taux d'intérêt *naturel* et du taux d'inflation anticipé. Le niveau bas de ces deux variables implique donc un niveau bas du premier.

3 La définition de l'objectif est en effet une décision politique censée refléter les préférences de l'Union monétaire, ici *via* un traité européen. L'indépendance traduit simplement la délégation de la conduite de la politique monétaire à la BCE qui prend les décisions lui permettant d'atteindre l'objectif qui lui a été assigné.

Graphique 2. Niveau des prix en zone euro depuis 1999

1999 = 100



Source : Eurostat.

bale au cours de laquelle l'inflation a été en moyenne de 1,3 % et négative à plusieurs reprises.

La BCE définit désormais la stabilité des prix comme l'atteinte d'une inflation symétrique à 2 %, en mettant toujours l'accent sur l'horizon à moyen terme. Cela signifie que la BCE réagira de manière symétrique à tout écart à l'objectif, au-dessus ou en dessous. Cette révision rend les actions de la BCE plus flexibles car les écarts par rapport à l'objectif d'inflation, bien qu'indésirables, seront tolérés. Toutefois, contrairement à la Fed, la BCE ne cherchera pas à corriger les déséquilibres passés. Dit autrement, et contrairement à une stratégie dite de ciblage de l'inflation en moyenne (AIT), elle ne mènera pas une politique de rattrapage visant à compenser les écarts d'inflation passés par rapport à l'objectif. L'AIT est une stratégie proche de celle dite du ciblage de niveau de prix. Les deux impliquent en effet une compensation lorsque l'inflation passée a été inférieure à la cible comme ils sont apparus dans la zone euro depuis 2014 (graphique 2). L'adoption d'une de ces deux stratégies équivalentes aurait supposé que la BCE eût cherché à ramener l'inflation vers sa cible en niveau. En cas de ciblage de l'inflation, l'objectif est atteint dès lors que l'inflation revient à

2 %, ce qui se traduit par le maintien d'un écart relativement au niveau.

La révision de l'objectif d'inflation améliore la clarté de l'objectif et devrait contribuer à ancrer les anticipations d'inflation en rendant la cible plus transparente et mieux comprise par le public.

Pourquoi la BCE a-t-elle envisagé de modifier son interprétation de l'objectif de stabilité des prix ? La révision vise à actualiser la stratégie en fonction des nouveaux défis auxquels sont confrontées les banques centrales. Comme souligné ci-dessus, la BCE a dû tenir compte de l'environnement de faible inflation qui prévaut depuis la crise financière mondiale. Dans ce contexte économique, en révisant l'objectif d'inflation, la BCE tente de corriger les inconvénients de la précédente stratégie, en particulier le risque d'asymétrie de la politique monétaire. À l'origine, en 1999, la stabilité des prix était définie par la BCE comme une « augmentation sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro inférieure à 2 % ». Pour une institution nouvellement créée, la première tâche était d'établir rapidement sa crédibilité en communiquant sur un objectif d'inflation faible [Hartmann et Smets, 2018]. Avec cette formulation, la BCE signalait qu'elle avait une limite supérieure : une inflation supérieure à 2 % était jugée incompatible avec l'objectif de stabilité des prix inscrit dans le traité. Cependant, une telle définition pouvait signifier qu'un taux d'inflation nul serait compatible avec la définition de la stabilité des prix. En clair, elle impliquait que l'orientation de la politique monétaire serait rendue « systématiquement » restrictive lorsque l'inflation serait supérieure à 2 %, mais elle n'impliquait pas qu'elle serait expansionniste pour tout taux d'inflation compris entre 0 % et 2 %. Dans la révision de la stratégie de 2003, la BCE indiquait que l'inflation devait être « inférieure à, mais proche de 2 % ». Elle reconnaissait à l'époque que la première définition de l'objectif n'était pas suffisante pour éviter la déflation et empêcher la BCE d'être contrainte par la borne du taux à 0 % (*zero lower bound* — ZLB). La clarification devait apporter plus de marges de manœuvre en cas de chocs négatifs.

Cependant, malgré cette évolution, l'objectif précis n'était toujours pas explicite. Que signifie « inférieur à, mais proche de » ? 1,7, 1,8 ou 1,9 ? En outre, la formulation de l'objectif était toujours considérée comme asymétrique, ce qu'elle était de

*jure* puisque aucune borne inférieure n'était définie. Par conséquent, elle laissait entendre que la BCE était plus préoccupée — et réagissait plus rapidement — lorsque l'inflation dépassait 2 % que lorsqu'elle était inférieure à l'objectif. Le risque que l'asymétrie de la cible d'inflation fait peser sur les anticipations par les acteurs privés des décisions futures de politique monétaire a été clairement perçu par la BCE et a conduit son ancien président Mario Draghi à déclarer lors de la réunion du 25 juillet 2019 : « Le Conseil des gouverneurs est déterminé à agir, conformément à son engagement en faveur de la symétrie de l'objectif d'inflation. » Il a été encore plus clair lorsqu'il a répondu aux questions des journalistes en affirmant que la BCE ne tolérerait pas d'écart par rapport à l'objectif « des deux côtés » et que 1,9 % était « proche de, mais inférieur à, 2 % » et donc compatible avec la stratégie en vigueur à cette date. Avec la révision de la stratégie en juillet 2021, il ne fait plus aucun doute que la BCE envisagera une réaction symétrique lorsque l'inflation sera inférieure ou supérieure à l'objectif. En outre, elle a également précisé ce qu'est l'objectif en fournissant une quantification explicite : 2 %, levant ainsi toute ambiguïté.

### **Quelles alternatives pour la cible d'inflation ?**

Juger de l'impact de cette révision de la cible d'inflation est probablement prématuré. Blot *et al.* [2021] proposent néanmoins d'analyser la réaction des anticipations de marché aux révisions récentes annoncées par la BCE et la Réserve fédérale. 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. Cela amène donc à s'interroger sur les alternatives qui s'offrent encore à la BCE.

#### *Une cible d'inflation plus élevée ?*

L'objectif de 2 % correspond à la valeur de la cible la plus communément adoptée par les banques centrales des économies avancées. La décision de la BCE semble donc à première vue consensuelle et correspond à l'objectif de la Banque du Japon, de la Banque d'Angleterre et de la Réserve fédérale. Le choix de cette

valeur numérique est notamment crucial au regard du risque de ZLB. Plus l'objectif d'inflation est élevé, plus, toutes choses égales par ailleurs, le taux directeur est élevé et plus les banques centrales disposeront de marges de manœuvre pour ajuster la politique monétaire en cas de chocs négatifs. En effet, sous l'hypothèse que l'on peut rendre compte des décisions de politique monétaire par une règle de Taylor standard<sup>4</sup>, il vient que le taux directeur ( $i_t$ ) est fixé selon la relation suivante :

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha \cdot \gamma_t + \lambda \cdot (\pi_t - \pi^*)$$

où  $\gamma_t$  représente l'écart de croissance (en anglais, l'*output gap*),  $\pi$  le taux d'inflation réalisé,  $r^*$  le taux d'intérêt *naturel* et  $\pi^*$  la cible d'inflation. Sous l'hypothèse que l'inflation est égale à la cible ( $\pi_t = \pi^*$ ), on a :

$$i_t = r^* + \pi_t + \alpha \cdot \gamma_t$$

Il apparaît alors que le niveau du taux directeur dépend du niveau du taux d'intérêt naturel ( $r^*$ ). Un  $r^*$  plus faible augmente la probabilité que la banque centrale soit contrainte par la ZLB/ELB lorsque l'écart de croissance devient suffisamment négatif, comme le montrent Hofmann *et al.* [2021]. La question de la cible optimale est discutée par Andrade *et al.* [2018] qui montrent que si un objectif d'inflation de 1,4 % était cohérent avec une estimation de  $r^*$  de 2,8 % avant la crise, une diminution de 1 point de  $r^*$  devrait conduire la banque centrale à réviser à la hausse son objectif d'inflation de 0,8 point. Avec une valeur de  $r^*$  de 1,8 % dans la zone euro, il serait optimal de fixer l'objectif d'inflation à 2,2 %, donc au-dessus du niveau actuel. Il pourrait même être plus élevé, certaines estimations trouvent un niveau encore plus bas du taux d'intérêt *naturel* dans la zone euro [Holston *et al.*, 2017].

Une première limite à l'augmentation de la cible d'inflation tient à la capacité effective pour la banque centrale d'atteindre un taux d'inflation plus élevé. La période récente, caractérisée par une faible inflation malgré une orientation très expansionniste de la politique monétaire, vient semer le doute sur l'effica-

4 En pratique, les banques centrales ne suivent pas de règles systématiques même s'il a été montré que ce type de règles pouvait être une référence utile pour analyser les décisions de politique monétaire.



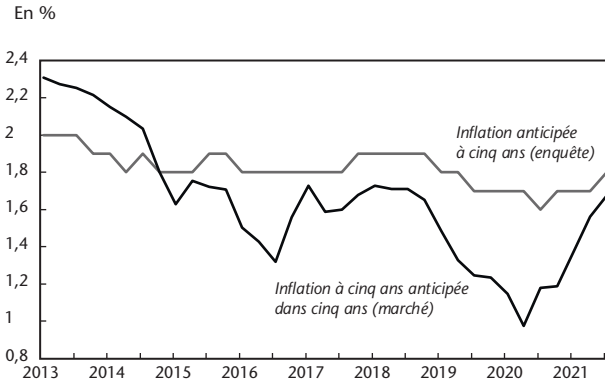
cité de la politique monétaire pour atteindre une inflation plus élevée. On pourrait faire valoir que la BCE aurait pu faire davantage et que d'autres forces, telles que des politiques budgétaires restrictives et des réformes structurelles du marché du travail qui ont affaibli le pouvoir de négociation des travailleurs, pèsent toutes sur le taux d'inflation. Cependant, la crédibilité d'une banque centrale annonçant qu'elle va chercher à atteindre un taux d'inflation plus élevé après avoir été incapable d'atteindre un taux plus bas pourrait se révéler assez limitée.

*La BCE aurait-elle dû adopter une stratégie de ciblage d'inflation moyenne ?*

Contrairement à la BCE, la Réserve fédérale n'a pas annoncé de révision de l'objectif d'inflation, mais a plutôt ajusté la stratégie en déclarant qu'elle chercherait à atteindre une inflation moyenne de 2 % au fil du temps. Cette stratégie est appelée « ciblage de l'inflation moyenne » (AIT), car elle implique que la banque centrale cherche à atteindre une inflation supérieure à l'objectif « à la suite de périodes où l'inflation a été durablement inférieure à 2 % ». Ainsi, à un certain horizon, le taux d'inflation atteindrait en moyenne 2 %. Le but de cette stratégie est de renforcer l'ancrage des anticipations d'inflation sur l'objectif. L'argument principal est que lorsque la banque centrale ne cherche qu'à atteindre un point cible, les périodes de sous-réalisation ne sont pas compensées si bien que les agents observent que l'inflation moyenne est inférieure à l'objectif et ajustent leurs anticipations de manière cohérente. La période qui a suivi la crise financière mondiale a été caractérisée par ce phénomène d'inflation qui baisse tendanciellement dans la zone euro ainsi qu'aux États-Unis, ce qui peut avoir contribué à expliquer la lente diminution de l'inflation anticipée à long terme, notamment dans la zone euro (graphique 3). Ainsi, le fait de signaler que la banque centrale ne cherchera pas seulement à ramener l'inflation à 2 %, mais qu'elle s'efforcera de porter l'inflation au-dessus de l'objectif afin que l'inflation moyenne soit égale à 2 %, peut constituer un meilleur point d'ancrage pour les anticipations. Cette stratégie implique alors de tolérer des taux d'inflation supérieurs à 2 % jusqu'à ce que la moyenne ait atteint ce niveau.

Ainsi, dans le cas d'une stratégie d'AIT, la banque centrale fait savoir qu'elle va ajuster l'orientation de la politique monétaire pour compenser l'écart passé. Elle deviendra plus expansionniste

Graphique 3. Anticipations d'inflation dans la zone euro



Sources : BCE, Survey of Professional Forecasters, Datastream.

ou évitera de devenir trop rapidement restrictive une fois que l'inflation sera revenue à l'objectif. La stratégie de l'AIT pourrait être particulièrement adaptée en cas de périodes connaissant une succession de chocs d'inflation négatifs ou positifs.

La BCE ne s'est clairement pas engagée à adopter une orientation restrictive de la politique monétaire après que l'inflation dans la zone euro aura atteint 2 %. Il existe nécessairement une certaine marge de manœuvre puisque l'objectif d'inflation est censé être atteint à moyen terme, ce qui suggère une tolérance. Malgré cela, la stratégie qui a été communiquée n'implique pas une compensation pour l'inflation non réalisée par le passé.

L'inconvénient d'une stratégie d'AIT est qu'elle peut accroître l'incertitude. En effet, le but à court terme devient dans une certaine mesure moins prévisible et plus instable car les écarts par rapport à l'objectif sont tolérés par la banque centrale dans un avenir proche et parfois sur un horizon indéfini. Comme le soulignent Amano *et al.* [2020] et Honkapohja et McClung [2021], une dimension essentielle de la stratégie de l'AIT consiste à communiquer la fenêtre sur laquelle l'inflation moyenne est calculée afin d'aider les agents à comprendre com-

ment la politique monétaire sera ajustée et quelle sera la durée de la période de dépassement potentiel du taux d'inflation<sup>5</sup>.

Par ailleurs, un écueil s'applique tout autant à l'AIT qu'à l'adoption d'une cible d'inflation plus élevée. La banque centrale sera-t-elle crédible si elle annonce qu'elle poussera l'inflation à la hausse en mettant en œuvre des politiques expansionnistes sur une plus longue période pour laisser l'inflation moyenne converger vers l'objectif ? Si les banquiers centraux n'ont pas atteint l'objectif dans le passé, peuvent-ils vraiment l'atteindre à l'avenir ? En fait, si la baisse de l'inflation tendancielle est due à des facteurs structurels, la stratégie de l'AIT sera confrontée aux mêmes défis qu'une stratégie fondée sur une cible d'inflation qui serait supérieure au taux d'inflation « d'équilibre ».

*La BCE aurait-elle dû adopter une bande de fluctuations autour de la cible ?*

La BCE aurait également pu annoncer une fourchette autour de l'objectif d'inflation. Une telle stratégie présente l'avantage de donner plus de marges de manœuvre à la banque centrale pour modifier ou non sa politique monétaire. Cette flexibilité permet ainsi de mieux gérer les arbitrages entre la stabilité des prix et les autres objectifs de la politique monétaire. En indiquant que l'inflation doit se situer à l'intérieur d'une fourchette, la banque centrale est mieux à même de motiver et justifier les écarts par rapport au point cible sans nuire à sa crédibilité.

Annoncer une bande de fluctuations semble également plus réaliste car il est illusoire de penser que les banques centrales atteignent l'objectif avec une précision totale. L'effet de la politique monétaire reste soumis à de nombreuses incertitudes liées à son impact précis sur l'activité, à ses délais de transmission, aux chocs futurs ou à la relation entre l'activité et les prix (la pente de la courbe de Phillips). Ces incertitudes affectent l'inflation et peuvent éventuellement mettre en cause la crédibilité de la banque centrale. Par ailleurs, comme il n'y a probablement pas de différence de bien-être lorsque l'inflation est à 2,5 % au lieu de 2 %, une fourchette de +/- 1 point peut donc se justifier.

Enfin, la mesure de l'inflation repose sur certains indicateurs statistiques nécessairement sujets à des erreurs de mesure, qui

---

5 Notons que la Réserve fédérale n'a pas communiqué à ce sujet si bien que la fenêtre sur laquelle est évaluée la moyenne reste incertaine de même que le niveau maximum d'inflation qui sera toléré.

peuvent provenir de la décomposition des effets de qualité et de prix ou de l'inclusion de toutes les dimensions du coût de la vie.

Tous ces arguments plaident en faveur d'une certaine flexibilité, qui est offerte par la bande de fluctuations. En pratique, en se concentrant sur le moyen terme, les banques centrales reconnaissent qu'elles ne peuvent pas atteindre strictement et en permanence l'objectif. À court terme, il existe toujours une fourchette implicite, mais la fixation des limites inférieure et supérieure aiderait à orienter les anticipations de la politique monétaire future lorsque l'inflation à court terme s'approche desdites limites.

### **Au-delà de la cible d'inflation**

Outre la cible d'inflation, la révision porte sur d'autres éléments incluant l'utilisation des instruments non conventionnels de politique monétaire : la prise en compte du changement climatique dans la conduite des opérations de politique monétaire et le rôle de la stabilité financière dans le cadre de la stratégie à deux piliers. La BCE reconnaît l'utilité des outils non conventionnels qu'elle a mis en œuvre depuis 2009. Malgré leur utilité, la BCE envisage une normalisation à terme de la politique monétaire qui se traduira par le retour du pilotage du taux d'intérêt de court terme en tant que principal instrument de politique monétaire.

Bien que les implications pour la conduite de la politique monétaire soient très différentes, la prise en compte de la stabilité financière et du changement climatique relève de l'arbitrage entre l'objectif de stabilité des prix et le « soutien aux autres politiques de l'Union ». L'interdépendance entre la politique monétaire et la stabilité financière est reconnue, mais la contribution de la politique monétaire à la stabilité financière ne fait pas encore consensus [Smets, 2018]. La BCE indique désormais explicitement que son second pilier — monétaire — est élargi aux variables de crédit et se donne ainsi la possibilité de calibrer son instrument de politique monétaire. La formulation reste toutefois assez vague. La BCE affirme que la stabilité financière est une condition nécessaire à la stabilité des prix indiquant bien par ce biais que c'est à l'aune de l'objectif premier de stabilité des prix qu'elle tiendra compte du risque financier.

La place importante jouée par le climat dans les politiques de l'Union s'est diffusée à la BCE, accentuée par la pression du Parlement européen à la suite de la résolution du 10 février 2021.

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.

Ces évolutions sont certes pertinentes, mais restent floues et graduelles de telle sorte qu'il est difficile d'appréhender l'impact réel qu'elles auront sur l'orientation de la politique monétaire. Il y a en effet un décalage entre la précision donnée à l'objectif de stabilité des prix — *via* la quantification d'une cible d'inflation — et les déclarations indiquant la prise en compte d'autres objectifs tels que le climat et la stabilité financière. On peut certes arguer que la stratégie doit définir les lignes directrices guidant la mise en œuvre de la politique monétaire, mais cette ambiguïté sur la nature des arbitrages entre différents objectifs réduit la responsabilité de la BCE à l'égard de ces objectifs.

Une extension du mandat pourrait renforcer l'importance d'objectifs secondaires, mais permettrait aussi d'évaluer plus précisément l'action de la BCE. L'environnement économique et financier actuel plaide pour une évolution plus radicale de la politique monétaire. Une telle révolution ne peut toutefois pas se faire sans une révision du mandat et donc pas sans une réflexion politique sur les objectifs qui doivent être assignés aux banques centrales. Objectifs qui doivent non seulement être la traduction de choix sociaux mais aussi tenir compte de la capacité de la politique monétaire à atteindre effectivement ces objectifs additionnels, comme le soulignent Blot *et al.* [2020] : à quoi servirait-il d'attribuer de nouvelles fonctions à la BCE s'il apparaissait qu'elle était dans l'incapacité de les exercer ?

### Repères bibliographiques

---

- AMANO R., GNOCCHI S., LEDUC S. et WAGNER J. (2020), « Average is good enough : average-inflation targeting and the ELB », *Bank of Canada Working Paper*, n° 31.
- ANDRADE P., GALÍ J., LE BIHAN H. et MATHERON J. (2018), « The optimal inflation target and the natural rate of interest », *NBER Working Paper*, n° 24328.
- BLOT C., BOZOU C. et HUBERT P. (2021), « La révision des cibles d'inflation de la Fed et de la BCE », *Revue de l'OFCE*, n° 174, à paraître.
- BLOT C., CREEL J., FAURE E. et HUBERT P. (2020), « Setting new priorities for the ECB's mandate », *Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Parlement européen*.

- HARTMANN P. et SMETS F. (2018), « The first 20 years of the European Central Bank : monetary policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, automne.
- HOFMANN B., LOMBARDI M. J., MOJON B. et ORPHANIDES A. (2021), « Fiscal and monetary policy interactions in a low interest rate world », *BIS Working Paper*, n° 954.
- HOLSTON K., LAUBACH T. et WILLIAMS J. C. (2017), « Measuring the natural rate of interest : international trends and determinants », *Journal of International Economics*, n° 108, p. 559-575.
- HONKAPOHJA S. et McCLUNG N. (2021), « Pitfalls of average inflation targeting when agents have imperfect knowledge », *VoxEu.org*, 29 avril.
- SMETS F. (2018), « Financial stability and monetary policy : how closely interlinked ? », *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n° 2, p. 262-300.
- VINCENSINI C. et TALGOURDEAU 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, p. 57-83.