Perspectives

N°20/290 – 16 novembre 2020

BCE – Chroniques virtuelles de Sintra

Le rendez-vous annuel du forum de la BCE est toujours un événement intéressant réunissant le monde académique et celui des banquiers centraux, mais il mérite cette année une attention toute particulière. La BCE, tout comme d'autres banques centrales, est en effet en plein processus de révision de sa stratégie dans un contexte qui vient poser plusieurs défis à la pensée conventionnelle.

Un accélérateur des tendances sous-jacentes

En dépit du ralentissement en cours de la mondialisation et le coup d'arrêt porté par la pandémie, les développements technologiques (automatisation et robotisation, technologies numériques, *blockchain*) continueront de soutenir une mondialisation qui prendra des formes différentes. Néanmoins, l'inégale répartition des gains et des coûts de la mondialisation a provoqué un retour de bâton sur les perspectives des échanges mondiaux. Ces inégalités ne sont pas près de se réduire et la plus forte demande pour la régulation, mais aussi pour le protectionnisme, constitue un risque pour la coordination des politiques monétaires entre les différentes juridictions.

Il est aussi évident que les changements technologiques préexistants seront accélérés par la Covid, qui est un véritable choc de réallocation. Le rôle des politiques économiques, en général, et de la politique monétaire, en particulier, sera donc celui d'accompagner les agents économiques pour trouver leur rôle dans la nouvelle économie *post*-pandémie en réduisant l'incertitude, les délais d'implémentation de l'investissement en transformation et en communiquant clairement ses objectifs pour ancrer efficacement les anticipations des agents et guider leurs décisions.

Il est aussi possible que cette réallocation crée des opportunités pour des gains de productivité à moyen terme. S'il est vrai que l'histoire récente de l'affaiblissement des rythmes de productivité explique une partie de l'histoire de la faiblesse des taux d'intérêt, cette réallocation peut avoir des effets bénéfiques sur le niveau des taux et sur la gestion de la politique monétaire.

La grande modération est morte, vive la nouvelle normalité des grands chocs !

De l'avis des banquiers centraux, l'avenir présentera des nombreux défis et sera caractérisé par la multiplication de risques extrêmes, les obligeant à éviter plus que jamais la pensée de groupe, à ne plus se référer à un cadre théorique unique.

Les banques centrales ont appris au cours de la dernière décennie à innover par rapport aux contraintes et auront sûrement à innover davantage. Mais elles devront aussi se poser la question de la pertinence du cadre actuel de politique monétaire.

Si la réflexion paraît déjà avancée sur la pertinence de la règle et de la cible actuelle de la BCE, il pourrait s'avérer opportun d'élargir la réflexion et de s'interroger sur l'opportunité d'avoir une règle ou une cible unique.

Développer une approche visant l'anticipation et la gestion des risques extrêmes pourrait aussi se révéler utile. Ceux-ci sont nombreux : trappe à liquidité et à déflation dans l'immédiat, mais aussi dans le plus long terme trappe à inflation, domination budgétaire, domination financière, remontée des dettes privées comme

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

publiques et de la probabilité de défauts, perturbation de la coordination entre juridictions monétaires, menaces à la souveraineté monétaire, pour n'en citer que quelques-uns.

Les défis posés à la capacité des banques centrales à stabiliser l'économie sont donc nombreux et la réflexion sur la complémentarité des instruments et des politiques économiques paraît aussi essentielle.

Une nouvelle génération de règles

Dans l'immédiat les banques centrales essaient de regagner des marges de manœuvre pour mener leur politique conventionnelle. En effet, le fait que ce soient des facteurs structurels et des tendances longues à l'origine de la baisse du taux d'intérêt d'équilibre laisse craindre une diminution permanente de ce dernier.

La politique monétaire étant basée sur un cadrage théorique fondé sur des hypothèses, lorsque les hypothèses changent, c'est aussi le cadre de politique monétaire qui doit changer. L'acceptation du changement d'hypothèses a certes pris du temps, mais désormais l'hypothèse néo-keynésienne du taux d'intérêt plancher effectif a convaincu la majorité des banquiers centraux. Le corollaire est donc, sinon la modification du cadre général de politique monétaire, du moins la modification de la règle ou de la cible.

Il paraît évident que la tentative d'affirmer par la simple communication que la cible d'inflation est symétrique ne suffit plus. La question est donc changer la cible ou changer la règle ? Un certain consensus semble émerger (c'est déjà le cas aux États-Unis avec la récente décision de la Réserve fédérale) en faveur du changement de la règle et plus particulièrement en faveur du ciblage moyen de l'inflation qui permet, tout en maintenant la même cible, d'accepter des périodes d'inflation supérieure à la cible pour compenser des périodes d'inflation trop faible. Cette règle assure plus de flexibilité pour s'adapter à la taille des chocs et pour y réagir immédiatement qu'un changement de cible. Mais la BCE est néanmoins prévenue par plusieurs intervenants : gare à une règle trop vague, qui manquerait d'ancrer les anticipations ! Annoncer plus précisément la vitesse à laquelle on souhaite converger vers la cible pourrait s'avérer opportun.

La réflexion sur la refonte des règles n'est pas propre aux banquiers centraux. Un consensus avait déjà émergé sur la nécessité de refonte des règles budgétaires européennes en amont de la pandémie. Il s'en trouve renforcé aujourd'hui. Les suggestions du comité budgétaire européen de se fier à une règle plus simple fondée sur l'évolution de la dépense publique et de moduler la trajectoire de convergence des dettes par pays en fonction du niveau de la dette sont sensées et consensuelles. La proposition de créer une capacité budgétaire centrale pour la stabilisation macro-économique trouve sa réalisation (temporaire) dans le fonds européen pour la relance NGEU, focalisé sur le financement de l'investissement. En effet, il y a un certain consensus sur le rôle que l'investissement public peut jouer y compris pour embarquer l'investissement privé dans des projets qui répondent aux besoins de réallocation accélérés par la crise. Ce même consensus existe sur la taille plus élevée du multiplicateur budgétaire de l'investissement public qui limiterait les effets d'éviction de l'investissement privé, notamment par sa fonction d'augmentation de l'offre (en plus de la demande) et particulièrement dans un environnement de taux bas.

La Covid, le court terme et la BCE

Dans l'immédiat, la BCE est appelée à agir davantage pour soutenir l'économie. Finalement, ce sera dans le discours de la présidente Lagarde que sont nichées les indications sur les prochaines actions de la BCE.

Le rôle immédiat de la BCE pour faire face à la crise est celui d'éviter que l'arrêt de l'activité causé par la pandémie ne se transforme en une récession durable. Elle doit donc assurer des conditions de financement favorables pour permettre la transition, jusqu'à ce que les agents voient la fin de la pandémie, en empêchant toute sortie prématurée de l'activité. Elle doit aussi veiller à minimiser les éventuels effets d'éviction de la relance budgétaire sur la demande privée. Elle doit aussi continuer à soutenir le secteur bancaire et éviter des boucles de rétroaction négatives d'un manque de soutien de liquidité à l'économie sur les bilans bancaires. Ainsi, c'est autant le niveau que la maturité des taux d'intérêt qui compte. Et les programmes PEPP et TLTRO ont fait preuve d'efficacité et seront vraisemblablement les principaux outils pour calibrer la réponse de politique monétaire dans les prochains mois.

Article publié le 13 novembre 2020 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine

Paola MONPERRUS-VERONI
paola.monperrus-veroni@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
13/11/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/11/2020	L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires	Agri-agro
10/11/2020	Inde – Comme une petite lueur dans le noir	Asie
10/11/2020	Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021	UE
09/11/2020	UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance	UE
06/11/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
03/11/2020	Secteur bancaire – Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?	Banques
03/11/2020	États-Unis : la crise de légitimité	États-Unis
03/11/2020	Russie – La stratégie d'hibernation ?	Russie
02/11/2020	Italie – Conjoncture, Flash PIB : estimation au T3	Italie
02/11/2020	Zone euro – Conjoncture, Flash PIB : première estimation au T3 2020	UE
02/11/2020	UE – Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance	UE
30/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
30/10/2020	France – Conjoncture, Flash PIB : un rebond plus fort qu'attendu au T3, mais déjà obsolète	France
27/10/2020	Géopolitique – Corée du Nord : le nucléaire comme seul mais absolu facteur de puissance	Géopolitique
26/10/2020	Chine – La croissance se rééquilibre, mais déçoit	Chine
23/10/2020	Monde – L'actualité de la semaine	Monde

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex
Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille
Documentation : Dominique Petit – **Statistiques :** Robin Mourier
Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty
Contact: *publication.eco@credit-agricole-sa.fr*

Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :
Internet : https://etudes-economiques.credit-agricole.com
iPad : application Etudes ECO disponible sur l'App store
Android : application Etudes ECO disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.