

Politique monétaire, domination budgétaire et financière

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld, Universität Freiburg und Walter Eucken Institut

Il y a quelques jours, le 6 juin, la Banque centrale européenne (BCE) a abaissé ses taux directeurs de 25 points de base : le taux de refinancement passant à 4,25 % et le taux de dépôt à 3,75 %. Au vu de l'important recul du taux d'inflation en glissement annuel, la BCE a craint une surenchère de l'effet restrictif de sa politique monétaire et la provocation, moyennant l'habituel décalage temporel, d'une trop forte désinflation. Bien que les taux d'inflation soient récemment de nouveau quelque peu remontés dans la zone euro, que la BCE soit tout à fait consciente que la voie du retour à l'objectif d'inflation, à savoir le « dernier kilomètre », pourrait s'avérer cahoteux et bien que la BCE ait elle-même relevé sa prévision d'inflation pour 2025, cette hausse des taux se défend. La BCE veut éviter de plonger la zone euro dans une récession. Elle tente de réaliser un atterrissage en douceur et doit donc prendre ses décisions, sur la base des données existantes et avec précaution, pour une situation économique qui ne surviendra probablement pas avant 2 à 4 trimestres.

La BCE ne précise pas dans quelle mesure, voire si d'autres baisses de taux suivront cette année, ni à quelle fréquence et par quelles étapes ; et ce là-encore à juste titre. En janvier, les marchés financiers anticipaient encore six hausses de taux d'intérêt au total pour 2024 et les avaient donc intégrées dans les taux à long terme. Actuellement, tout porte à croire que les marchés ont fait preuve de trop d'optimisme. La BCE attendra tranquillement et n'évaluera à nouveau qu'en septembre si l'évolution actuelle des prix et les prévisions lui permettent de procéder à une nouvelle hausse des taux. Cette analyse débouchera peut-être sur une ou deux mesures de hausse ou peut-être pas.

Rien d'inquiétant jusqu'ici. Compte tenu de la politique monétaire de ces dernières années, la BCE doit néanmoins se poser un certain nombre de questions. Elle a depuis longtemps reconnu avoir réagi trop tard aux pressions inflationnistes. Elle n'a certes pas été la seule, mais elle doit en tirer les conséquences. Elle a notamment sous-estimé le poids d'une politique budgétaire fortement expansionniste sur le processus inflationniste.

C'est une raison mais ce n'est pas la seule ni la principale. Au vu des doutes exprimés devant la Cour constitutionnelle allemande quant à savoir si ses programmes d'achat d'obligations n'auraient tout de même pas franchi les limites de la politique budgétaire, la BCE se voit confrontée à la question de la dominante budgétaire de sa politique monétaire : la BCE procure-t-elle des conditions de refinancement plus favorables aux États membres fortement endettés de la zone euro ? Contrecarrant ainsi l'effet disciplinaire des primes de risque pour la politique budgétaire nationale ?

Le 7 juin, une conférence de la Fondation « Geld und Währung » (Monnaie et Devise) s'est penchée sur

l'interaction entre la politique monétaire et la politique budgétaire. Isabel Schnabel, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, a vigoureusement réfuté la domination fiscale de la politique monétaire de la BCE. Avec une augmentation sans précédent du niveau des taux d'intérêt en un temps record, la BCE aurait démontré qu'elle ne tenait aucunement compte des sensibilités budgétaires des États membres. En outre, la BCE réduirait ses encours obligataires, donnant ainsi une impulsion restrictive supplémentaire. L'utilisation flexible des achats d'obligations dans le cadre du Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) entraînerait tout au plus des effets temporaires de surreprésentation de certains États membres dans le portefeuille de la BCE par rapport à sa clé de répartition du capital, mais ceux-ci se dissoudraient en perspective annuelle. Moritz Schularick a en outre déclaré que, compte tenu de l'importance accrue des marchés financiers aujourd'hui, les banques centrales devaient conserver une certaine part d'obligations d'État dans leurs portefeuilles, lesquels sont aujourd'hui plus importants.

Mais ce n'est pas si simple. En effet, Mme Schnabel a expliqué l'importance de l'Instrument de protection de la transmission (TPI), que la BCE a décidé de mettre en place au début du cycle de hausse des taux afin de soutenir, de manière différenciée, les obligations des différents États membres si leurs obligations d'État se venaient à se trouver sous pression sur les marchés. Cela ressemble aux Opérations monétaires sur titres (OMT), mais sans les contraintes liées à un programme d'ajustement macroéconomique, mais avec le même message aux marchés financiers : ne te risque pas à spéculer contre la BCE, cela te coûterait cher.

Peter Huber, ancien juge constitutionnel allemand, estime que le fait même que la BCE ait, dès le début, vu la nécessité d'un tel programme peut être interprété comme un signal d'alarme. Mais ce que cette démarche montre en tout cas, c'est le lien étroit entre la politique monétaire et l'objectif de stabilité financière. La stabilité des marchés obligataires devient alors une porte d'entrée pour les intérêts de politique budgétaire. On peut donc se demander si la domination financière qui pourrait s'y manifester ne constitue pas un problème au moins aussi important.

La BCE se trouve probablement face à un dilemme si elle veut à la fois atteindre la stabilité financière et éviter la domination financière. L'évitement de la domination budgétaire doit notamment être mesuré à l'aune de la baisse des taux d'endettement public dans la zone euro.

Meilleures salutations



Prof. Dr. Dr. h.c. Lars Feld