

---

# Revue stratégique de la politique monétaire européenne

---

## Auteur

Nicolas  
Goetzmann

Responsable de la  
recherche et de la  
recherche macro-  
économique

Le 23 janvier prochain, à l'occasion de la première conférence de presse de la Banque centrale européenne de cette année 2020, Christine Lagarde devrait dévoiler plus en détails la forme que prendra la « revue stratégique de politique monétaire », annoncée dès son audition devant le Parlement européen l'été dernier. Au travers de cet exercice, la BCE sera amenée, dans les pas de la FED qui conduit un processus équivalent depuis le mois d'octobre 2018, à revoir son approche monétaire dans un objectif d'amélioration de la performance de la principale autorité économique européenne.

Ainsi, au regard des difficultés rencontrées depuis la crise de 2008, la BCE a choisi de s'interroger sur la nature de son mandat et plus précisément sur son interprétation interne des termes de ce mandat. La revue stratégique ayant vocation à modifier l'objectif de politique monétaire de la BCE, tout en restant dans le cadre de la « stabilité des prix ».

En effet, selon l'article 127-1 du Traité (ex-article 105 du Traité de Maastricht du 7 février 1992) : « 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. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119 ». Par cet article, la BCE se trouve soumise à un impératif, qui est celui de la stabilité des prix. **Cependant, il appartient à la BCE de définir elle-même cette notion, comme il lui appartient de fixer la méthode lui permettant de satisfaire à cet objectif. Il s'agit là de l'objet de la « revue ».**

## Ce que la BCE peut changer

Le 13 octobre 1998, la BCE indiquait « la stabilité des prix doit être définie comme une progression annuelle du HICP inférieure à 2% ». La BCE installait alors une donnée chiffrée, soit 2% d'inflation annuelle, comme définition de la stabilité des prix. De plus, par cette déclaration, la BCE intronisait le HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) comme mesure de référence de l'inflation au sein de la zone euro.

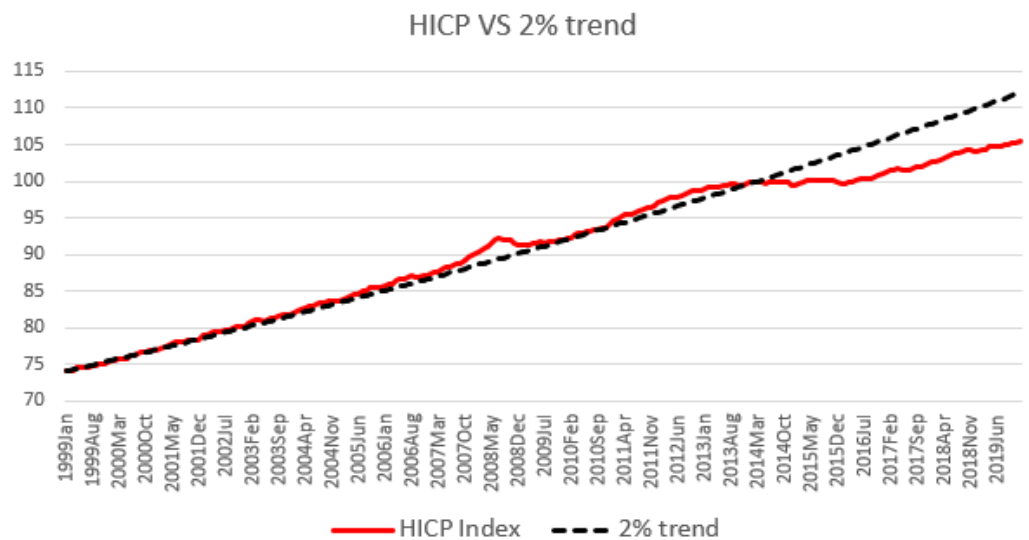
5 années plus tard, une nouvelle définition fut adoptée après un premier exercice de « revue stratégique ». Désormais, et depuis le 8 mai 2003, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne vise à maintenir l'inflation à des taux « *inférieurs à, mais proches de 2 % à moyen terme* », toujours selon la mesure HICP.

La prochaine revue stratégique de politique monétaire aura pour vocation de modifier les termes de cette définition interne de la « stabilité des prix », et est ainsi susceptible d'adopter une nouvelle interprétation de cette formule. L'hypothèse la plus probable étant que les termes « *proches mais inférieurs à 2%* » soient modifiés, notamment en raison des résultats obtenus par cette approche

#### Les résultats de la politique menée depuis 1999

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999, date de la naissance de l'euro, l'inflation HICP a progressé de 42.27% (1<sup>er</sup> janvier 1999 au 31 décembre 2019), alors que le suivi d'une tendance à 2% montre une progression de 51.32%. Ainsi, le « déficit d'inflation » au sein de la zone euro atteint 9.05 points, soit un écart de 17.63 % entre les deux mesures. Sur les 252 mois considérés (janvier 1999 à décembre 2019), la moyenne de l'inflation annuelle est de 1.7%.

Graphique 1



Si ce bilan est conforme à l'objectif d'une inflation « *proche mais inférieure* » à 2%, il ne satisfait pas à une interprétation plus « extensive » d'une cible d'inflation à 2%. Alors que la BCE affiche un taux « cible » de 2%, l'interprétation légitime du marché est aujourd'hui ancrée autour de 1.7%.

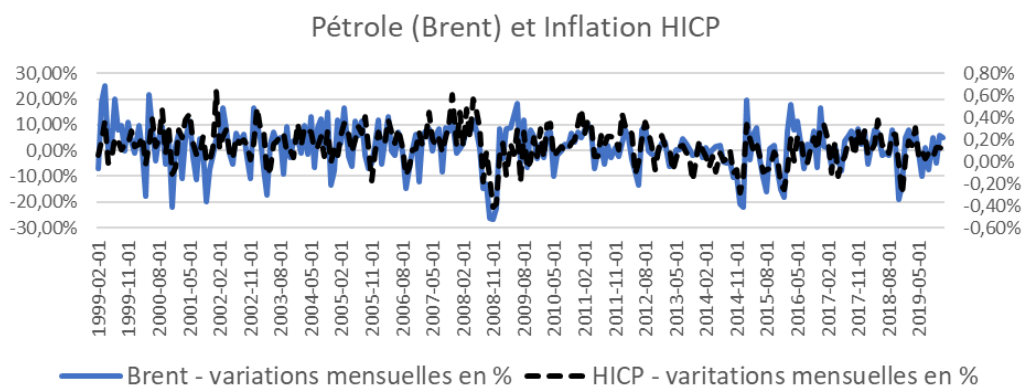
Ainsi, une redéfinition de la notion de « stabilité des prix », plus en phase avec une cible d'une inflation à 2% aurait pour conséquence de voir la BCE contrainte d'agir pour permettre à l'inflation HICP de « rattraper » le retard pris au cours de ces 20 dernières années. (Et ainsi de combler l'écart constaté sur le graphique). Un tel choix aurait ainsi pour conséquence de voir la BCE mener une politique plus orientée vers la croissance, un surcroît d'inflation étant la conséquence d'une croissance nominale plus forte.

L'observation des données permet également de mettre en avant le fait que ce « retard » n'a commencé à s'accumuler qu'à partir du mois de février 2014. Depuis cette date, l'inflation HICP a progressé de 5.55% contre 12.25% pour la tendance de référence à « 2% », soit un déficit de 6.70 points ou de 54.69%. Une situation qui pourrait permettre à la BCE de prendre en compte cet écart d'inflation de ces dernières années, afin de le corriger sur le moyen long-terme. Une hypothèse qui reste cependant peu probable au regard de l'approche conservatrice de la BCE.

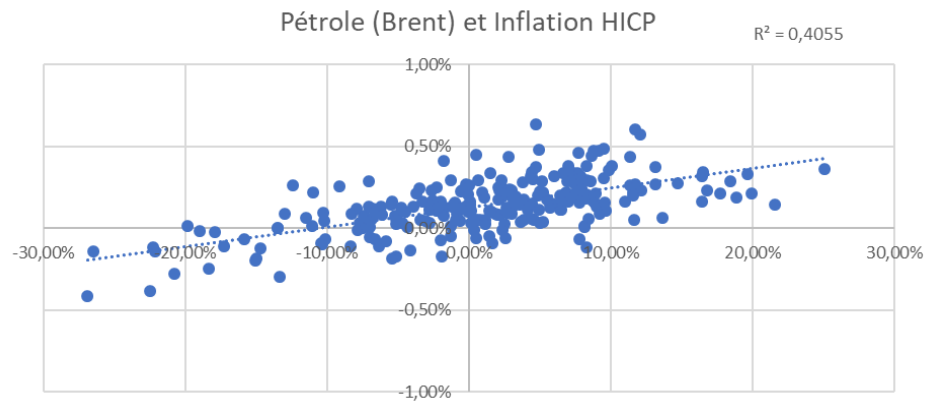
#### HICP ou HICP Core ?

Si la BCE a choisi de prendre en compte la notion d'inflation HICP, qui incorpore les variations des prix du pétrole et de l'alimentation, il reste utile d'observer que le HICP reste fortement influencé par les seuls prix du pétrole. Ainsi, en prenant en compte les variations mensuelles des cours du Brent et celles de l'inflation HICP, de janvier 1999 à décembre 2019, il apparaît que le coefficient de corrélation atteint 0.63, alors que le coefficient de détermination est de 0.41. Ainsi, les variations du HICP sont fortement impactées par les prix du Brent, et influent en conséquence sur les choix réalisés par la BCE sur la conduite de la politique monétaire européenne.

#### Graphique 2



Graphique 3



Pourtant, de l'autre côté de l'Atlantique, ce « bruit » causé par les prix du pétrole, largement dépendants de la totalité de la demande mondiale, mais également des variations de l'offre, sont en partie écartés des décisions prises par les gouverneurs de la Réserve fédérale. Ce choix a été fait afin de ne pas faire dépendre les décisions relatives à la demande intérieure américaine de données « extérieures », l'objectif étant justement de suivre au plus près les variations de la demande intérieure.

Alors que la FED a choisi de cibler une inflation à 2% depuis le 25 janvier 2012, en évoquant clairement la mesure du PCE index - qui tient compte des cours du pétrole et de ceux de l'alimentation - différents gouverneurs ont également pu souligner une prise en compte prioritaire du « PCE core » qui écarte ces données. (Voir Clarida 9 janvier 2020 « *Over the 12 months through November, PCE inflation was running at 1.5 percent, and core PCE inflation, which excludes volatile food and energy prices and is a better measure of underlying inflation, was running at 1.6 percent.* »). Le « PCE core » est ainsi considéré comme la mesure « préférée » de la Fed.

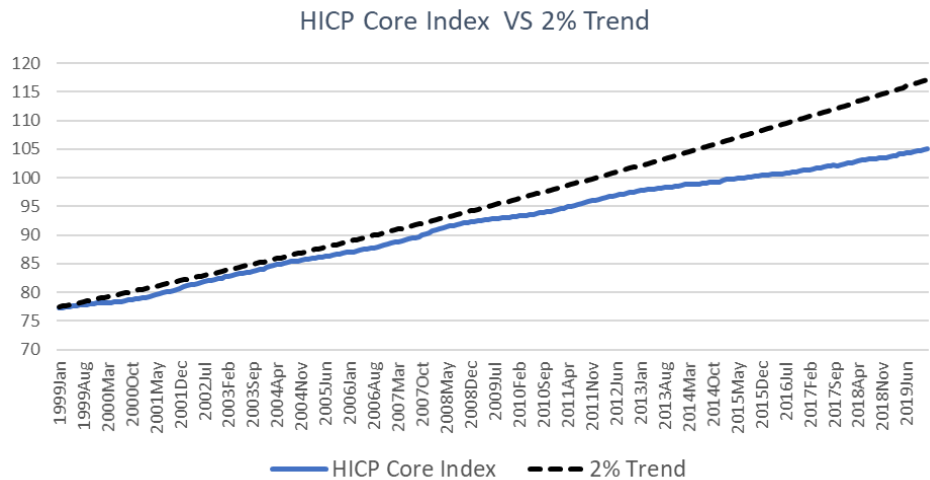
De la même façon, dans le cas où la BCE souhaiterait prendre en compte une mesure – qui reste imparfaite - mais qui reflète plus justement les variations de la demande en Europe, une prise en compte du « HICP Core » serait alors pertinente.

#### Le bilan de la BCE en prenant en compte le HICP Core

Dans le cas où la BCE venait à considérer le HICP Core pour mener sa politique monétaire, il est alors pertinent de mesurer son activité passée à l'aune de cette mesure. Sur la base du HICP Core, il apparaît que l'écart entre une tendance à 2% et la réalité de la progression de l'indice, est encore plus important que pour le HICP dans sa version brute.



Graphique 4



Entre le 1<sup>er</sup> janvier 1999 et le 31 décembre 2019, le HICP Core a progressé de 1.47% en moyenne mensuelle. L'indice HICP Core a progressé de 35.86% depuis cette date, contre 51.32% pour la courbe de référence du Graphique 4 « tendance à 2% ». L'écart entre la réalité et ce qui pourrait être considéré comme une cible atteint 15.46 points, soit un écart de 30% de progression sur une période supérieure à 20 ans.

#### Enjeux de la « revue »

Le mandat attribué à la BCE par les traités européens peut déjà être considéré comme restrictif en comparaison de celui de la Réserve fédérale des Etats-Unis. En effet, depuis le 27 octobre 1978 et le Humphrey-Hawkins Act la politique monétaire des Etats-Unis vise à « promouvoir un emploi maximum, des prix stables, et des taux d'intérêts de long terme modérés », ce qui a été appelé mandat « dual » pour sa prise en compte simultanée de la stabilité des prix et de « l'emploi maximum ». Un mandat qui laisse une latitude d'interprétation plus large que le mandat européen de « stabilité des prix ».

Cependant, cette rigidité institutionnelle européenne s'est également accompagnée d'une interprétation rigoureuse de la définition de la « stabilité des prix ». En effet, que cela soit concernant la mesure officielle HICP, ou sa version « core », la BCE observe un retard marqué par rapport à ce qui pourrait être considéré comme une « cible » à 2%. Une situation qui explique assez largement le retard de croissance constaté en Europe en comparaison des Etats-Unis.

Dès lors, et en raison du différentiel de croissance qui s'est accumulé au cours de ces dernières années entre zone euro et Etats-Unis, plusieurs pistes pourraient permettre d'améliorer la politique menée par la Banque centrale européenne.



En premier lieu, la rectification de la définition d'une inflation « *proche mais inférieure à 2%* » pourrait avoir lieu. Le Conseil des gouverneurs pourrait ainsi choisir, en conformité avec son mandat de « stabilité des prix » de prendre une cible d'une inflation à 2% en « niveau ». (Price Target Level). Dans un tel cas, si la BCE venait à « manquer » sa cible d'une inflation à 2% lors d'une année X (par exemple 1.5%) elle se trouverait alors contrainte de « rattraper son retard » lors de l'exercice suivant X+1 (soit une inflation de 2.5% pour atteindre une inflation moyenne en tendance de 2%). Pour y parvenir, la BCE serait alors contrainte de stimuler la croissance nominale de la zone euro, jusqu'à obtention du résultat souhaité d'une inflation à 2% en tendance

Une version plus limitée d'une telle approche pourrait également avoir lieu, en choisissant une inflation « en moyenne » de 2%, faisant suite à une récession ou à un ralentissement économique prononcé. Dans un tel cas, la BCE fixerait un cadre temporel du rattrapage d'inflation souhaité en fonction de l'écart à la baisse constaté par suite d'un ralentissement économique. Si lors d'une période de ralentissement économique, la BCE venait à observer une inflation trop basse pendant plusieurs trimestres, elle pourrait alors faire le choix, temporaire, de « pousser » l'inflation à un niveau supérieur à 2%, et ainsi combler le retard accumulé. A la différence du Price Level Targeting qui suppose une institutionnalisation du processus, cette solution revient à adopter un régime spécial plus agressif en période de crise, tout en revenant à un système plus classique en temps normal.

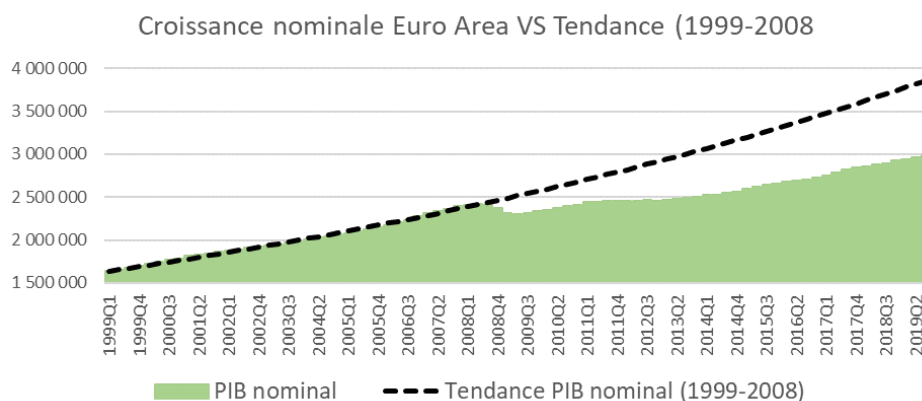
Enfin, une prise en compte de la mesure HICP Core permettrait d'alléger l'influence des variations des cours du pétrole sur la tenue de la politique monétaire européenne. Les exemples de 2008 et 2011 permettent de montrer que ces variations ont entraîné de lourdes erreurs de la BCE au détriment de l'économie européenne. En effet, les variations des prix lors de ces années reflétaient davantage la forte demande étrangère pour le pétrole, et non pas une surchauffe de l'économie européenne. Lors de ces épisodes, la BCE a choisi de contracter la demande intérieure européenne afin d'exercer une pression à la baisse sur les prix alors que ces derniers étaient poussés à la hausse en raison de facteurs extérieurs. Une double peine pour le niveau d'activité réel de la zone euro. Malgré cela, et dans une interprétation restrictive de son mandat, la BCE a choisi de relever ses taux directeurs, provoquant ainsi un ralentissement de la demande intérieure européenne mais également une perte de confiance des acteurs du marché.

Le dispositif le plus favorable à la croissance de l'économie de la zone euro consisterait alors à :

- 1- Modifier la définition interne de la stabilité des prix par la BCE, en remplaçant la formule « une inflation inférieure mais proche de 2% » par une « inflation de 2% en niveau »
- 2- Remplacer le HICP par le HICP Core dans la mesure prioritaire de l'inflation en zone euro

Dans une telle perspective, il appartiendrait alors à la BCE de soutenir une croissance nominale suffisamment forte pour rattraper le retard d'inflation constaté au cours de ces dernières années. A titre d'information, l'écart constaté entre le PIB nominal actuel et sa tendance pré-crise dépasse désormais les 26%.

Graphique 5



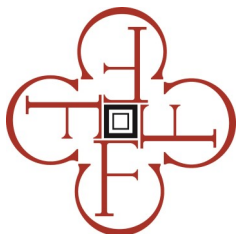
#### AVERTISSEMENT

Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIF.

Achévé de rédiger le 21 janvier 2020.

Ce document est produit à titre d'information uniquement et ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou de souscription. Il ne constitue pas la base d'un contrat ou d'un engagement de quelque nature que ce soit. Avant de souscrire des parts du fonds, vous devez vous procurer et lire attentivement le DICI ainsi que le prospectus d'investissement, disponibles auprès de la société de gestion. La société de gestion décline toute responsabilité en cas de pertes directes ou indirectes, causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. Compte tenu des risques d'ordre économique et boursier, il ne peut être donné aucune assurance que ce produit atteindra son objectif. La valeur des actions / parts d'OPCVM peut varier fortement aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

La responsabilité de la Financière de la Cité ou de ses préposés ne saurait être engagée du fait d'une utilisation, d'une diffusion totale ou partielle de ce document non conforme à sa destination. Les derniers documents annuels et périodiques sont adressés dans un délai d'une semaine sur simple demande écrite du porteur auprès de la Société de Gestion.



#### Financière de la Cité

Société par actions simplifiée au capital de 2 090 700 € – Agrément AMF n° GP 050000034

4, rue Berryer 75008 Paris – Tél. : +33 (0)1 5393 3830 – Fax. : +33 (0)1 5353 9991

Email : [investisseurs@financieredelacite.com](mailto:investisseurs@financieredelacite.com)

Site internet : [www.financieredelacite.com](http://www.financieredelacite.com)

