

## Flash Economie

24 mai 2018 - 574

### Va-t-il falloir changer complètement la théorie qui sous-tend la politique monétaire de la zone euro ?

La politique monétaire de la zone euro est basée sur deux principes théoriques :

- à long terme, l'inflation est déterminée par l'évolution de l'offre de monnaie ; ceci donne un sens au « pilier monétaire » : la politique monétaire de la BCE ne doit pas laisser le crédit et l'offre de monnaie augmenter trop rapidement ;
- à court terme, il y a courbe de Phillips, arbitrage entre chômage et inflation ; ceci donne un fondement d'une part à la règle de Taylor : si le chômage diminue, l'inflation future va être plus élevée et la politique monétaire doit donc revenir plus restrictive ; d'autre part à la théorie de la crédibilité : la Banque Centrale ne doit pas utiliser l'inflation à court terme pour réduire le chômage, car ceci conduirait à une hausse de l'inflation anticipée, à la perte de la crédibilité de la Banque Centrale, et à une inflation durablement plus forte sans utilité.

Mais l'observation des faits montre dans la zone euro :

- l'absence de lien à long terme entre inflation et croissance de l'offre de monnaie, nous n'avons plus alors en réalité de théorie de l'inflation à long terme ;
- la disparition du lien depuis 10 ans entre taux de chômage et croissance des salaires, donc entre taux de chômage et inflation.

Si ces évolutions persistent, tout le fondement théorique de la politique monétaire de la zone euro (pilier monétaire, réaction des taux d'intérêt au taux de chômage ou à l'output gap, crédibilité) s'effondre et doit donc être remplacé.

**Patrick Artus**  
Tel. (33 1) 58 55 15 00  
patrick.artus@natixis.com  
 @PatrickArtus

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

## Premier fondement théorique de la politique monétaire de la zone euro : le lien à long terme entre inflation et croissance de l'offre de monnaie

Le premier fondement théorique de la politique monétaire de la zone euro est que **l'inflation est déterminée à long terme par la croissance de l'offre de monnaie.**

La relation stable supposée à long terme entre offre de monnaie et revenu en valeur :

$$M = mpY$$

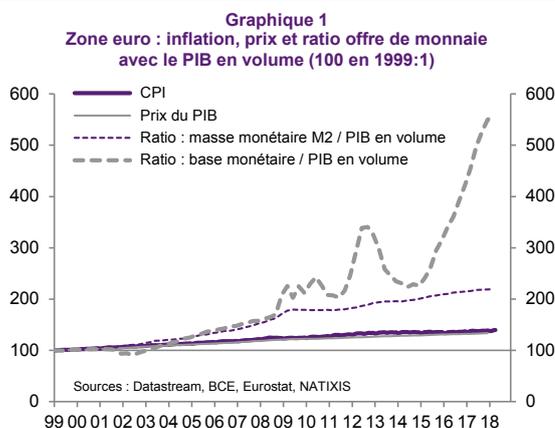
où  $M$  est l'offre de monnaie ;  $p$  le niveau des prix,  $Y$  le PIB en volume.

Les prix varient donc à long terme avec  $\frac{M}{Y}$ , le ratio entre l'offre de monnaie et le PIB en volume.

Le **graphique 1** montre l'évolution depuis la création de l'euro en 1999 du CPI, du prix du PIB, du ratio  $\frac{M2}{\text{PIB en volume}}$ , du ratio  $\frac{M0}{\text{PIB en volume}}$ .

$M2$  est la monnaie au sens billets + dépôts.  $M0$  est la monnaie de Banque Centrale, la base monétaire.

On voit **la divergence massive entre l'offre de monnaie** (divisée par le PIB en volume) **et les niveaux des prix** (graphique 1). **L'inflation à long terme n'est certainement pas déterminée par l'offre de monnaie dans la zone euro.**

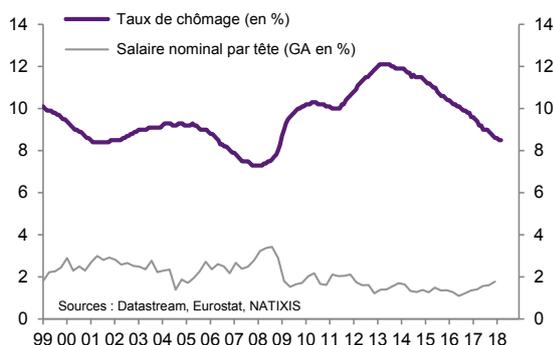


## Deuxième fondement théorique de la politique monétaire dans la zone euro : la courbe de Phillips

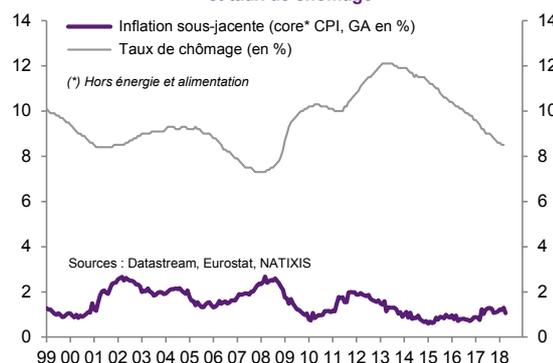
La courbe de Phillips décrit **la relation à court terme entre la croissance du salaire nominal par tête et le taux de chômage** (graphique 2).

Ceci conduit à une **relation à court terme entre l'inflation sous-jacente et le taux de chômage** (graphique 3).

**Graphique 2**  
Zone euro : taux de chômage et salaire nominal par tête



**Graphique 3**  
Zone euro : inflation sous-jacente et taux de chômage



Il y a donc **un arbitrage à court terme entre le taux de chômage et l'inflation** : accepter une inflation plus forte permet à court terme d'avoir un taux de chômage plus faible.

**L'existence de la courbe de Phillips est à la base :**

- **de la règle de Taylor**, qui explique comment **le taux d'intérêt à court terme dépend de l'inflation et du taux de chômage** (ou de manière équivalente de l'output gap) : si le taux de chômage baisse, l'inflation future va être plus élevée (avec la courbe de Phillips) et la Banque Centrale doit monter ses taux d'intérêt ;
- **de la théorie de la crédibilité de la Banque Centrale** : la Banque Centrale, pour être crédible, doit renoncer à accroître l'inflation pour réduire le chômage à court terme. Si elle le fait, elle perd sa crédibilité, l'inflation anticipée augmente, et une hausse durable de l'inflation apparaît qui est inutile puisque le chômage n'est réduit que si l'inflation est supérieure à l'inflation anticipée.

**Nous estimons économétriquement le comportement de formation du salaire nominal par tête dans la zone euro** en fonction de l'inflation, des gains de productivité et du taux de chômage, sur la période 1999-2018 et sur la période 2010-2018, en données trimestrielles.

On obtient :

- **sur 1999-2018 :**

$$\begin{aligned} \text{Salaire nominal/tête (GA)} &= 4,12 + 0,24 \text{ Inflation} + 0,01 \text{ Productivité/tête (GA)} \\ &\quad (12,0) \quad (5,5) \quad (0,2) \\ &\quad - 0,26 \text{ Taux de chômage} \\ &\quad (8,3) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,74$$

- **sur 2010-2018 :**

$$\begin{aligned} \text{Salaire nominal/tête (GA)} &= 1,02 + 0,20 \text{ Inflation} + 0,19 \text{ Productivité/tête (GA)} \\ &\quad (2,7) \quad (6,7) \quad (5,5) \end{aligned}$$

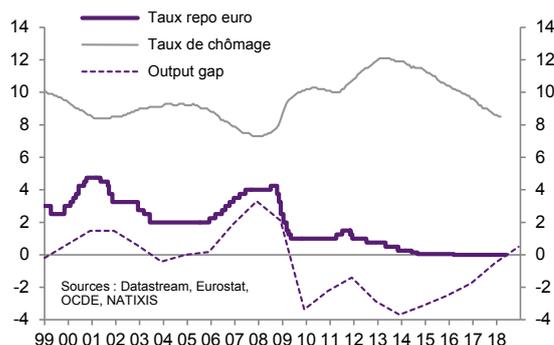
$$R^2 = 0,75$$

**On voit que si on se réfère à la période récente (2010-2018), le taux de chômage n'a plus d'effet significatif sur la croissance des salaires, donc sur l'inflation sous-jacente.**

## Synthèse : peut-être tout le fondement théorique de la politique monétaire de la zone euro s'est-il effondré ?

- s'il n'y a plus de lien à long terme entre l'inflation et la croissance de l'offre de monnaie, le « pilier monétaire » de la politique monétaire de la BCE disparaît : il n'y a plus de raison que la BCE surveille le crédit ou l'offre de monnaie. Il faut reconnaître qu'alors nous n'avons plus de théorie de la détermination de l'inflation à long terme, ce qui remet en cause un grand nombre de modèles qui supposent qu'à long terme la politique monétaire détermine l'inflation et n'a pas d'effets sur l'équilibre économique réel ;
- s'il n'y a plus de courbe de Phillips (d'arbitrage entre inflation et chômage à court terme) alors :
  - la BCE ne peut plus suivre le chômage ou l'output gap pour fixer ses taux d'intérêt directeurs (graphique 4) ;
  - rechercher la crédibilité de la Banque Centrale en lui demandant de ne pas rechercher un supplément d'inflation pour réduire le chômage à court terme n'a plus de sens.

Graphique 4  
Zone euro : taux repo, taux de chômage et output gap (en %)



S'il se confirme :

- qu'il n'y a plus de lien à long terme entre inflation et croissance de l'offre de monnaie ;
- qu'il n'y a plus de lien à court terme entre taux de chômage et inflation ;

**alors il va falloir complètement repenser les fondements théoriques de la politique monétaire dans la zone euro.**