

LA SORTIE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE TRÈS ACCOMMODANTE DE LA BCE : ENJEUX ET DÉFIS

THIBAUT DUBREUIL*
OLIVIER KLEIN**

« **P**rudence ». Cette vertu, placée comme premier des « biens divins » par Platon (*Les Lois*), avant la tempérance, la justice et le courage, a été érigée en mot d'ordre par Mario Draghi lors de son discours de Sintra en juin 2017. Dans un contexte économique mondial où les incertitudes restent élevées, le président de la BCE (Banque centrale européenne) a ainsi affirmé que l'institution devrait faire preuve d'une grande prudence et de progressivité pour ajuster les paramètres de la politique monétaire et ainsi accompagner la reprise. Ce conseil semble pourtant avoir été écouté d'une oreille distraite par les marchés, qui ont surinterprété à ce moment-là les propos de Mario Draghi sur les pressions reflationnistes comme étant l'aveu d'un resserrement plus rapide et plus fort qu'anticipé de la politique monétaire de la BCE. Cette anxiété des marchés a ainsi poussé le président de l'institution à la fin de juillet 2017 à assurer de la poursuite sans modification du soutien monétaire, ajoutant à la première vertu une seconde, la « patience ».

Cette séquence de communication de l'été 2017, qui doit préparer les premières annonces de l'automne, atteste de la grande incertitude et attente autour de la sortie de la politique monétaire très accommodante de la BCE. Dans un contexte de reprise, avec une inflation nominale

335

* Majeure Finance HEC Paris. Contact : thdubreuil@outlook.com.

** Directeur général, BRED ; professeur d'économie et de finance, HEC Paris.
Contact : olivier.klein@bred.fr.

et sous-jacente néanmoins relativement faibles, marqué par des critiques ouvertes en provenance d'Allemagne sur le maintien sur le long terme de mesures non conventionnelles, la normalisation de la politique monétaire européenne se révèle être un défi économique et institutionnel. Construite et inventée de manière volontariste par la BCE pour répondre aux enjeux de la crise financière mondiale, comme de la crise idiosyncratique de la zone euro, qui ont doublement affecté cette dernière, et ayant objectivement permis de sauvegarder son économie comme son intégrité, cette politique doit maintenant réussir l'étape délicate de son retrait progressif, dans une période de reprise plus marquée.

Nous analysons ainsi les enjeux qui entourent la sortie de la politique monétaire très accommodante de la BCE. Nous dressons dans un premier temps le bilan de cette politique et présentons les éléments qui justifient sa normalisation. Puis dans un deuxième temps, nous étudions les conditions pour y parvenir avec succès, avant d'analyser dans un dernier temps les voies possibles de sortie qui s'offrent à la BCE.

L'HEURE DU RETRAIT D'UNE POLITIQUE RÉUSSIE

336

Le bilan positif de la politique très accommodante de la BCE a justifié son maintien jusqu'à présent

La crise financière a engendré une crise de liquidité bancaire devenue systémique qui s'est transmise à la sphère réelle par deux canaux : le canal du crédit et le canal de la dépréciation des actifs (immobiliers et mobiliers). Affectant tant les agents économiques privés très endettés que les États, elle a ainsi fait porter sur l'ensemble de l'économie dans la zone euro comme aux États-Unis un risque systémique important et de fortes pressions déflationnistes. Face à cette situation, les banques centrales sont intervenues, avec un délai et une réaction propres, dans un premier temps avec leurs instruments de politique monétaire conventionnelle. À ce titre, la Fed (Federal Reserve) comme la BCE ont très significativement baissé leurs taux, cherchant au travers des canaux du taux d'intérêt et du crédit à relancer le crédit bancaire et dès lors l'investissement et la consommation.

Néanmoins l'effet de ces mesures a été limité par le blocage des canaux de transmission de la politique monétaire, en raison de la contrainte de désendettement des agents, de la crise de confiance des banques, du phénomène de trappe à liquidité (borne zéro des taux) et des pressions déflationnistes. Dès lors les banques centrales ont dû

intégrer et créer des instruments de politique monétaire non conventionnels pour influencer plus directement sur les taux longs, et dans la zone euro pour venir en soutien des États connaissant une crise de leurs dettes souveraines à partir de 2010.

Ces politiques monétaires non conventionnelles se sont traduites à la fois par l'utilisation nouvelle d'instruments conventionnels et par la mise en œuvre d'instruments nouveaux (Pfister et Valla, 2015). À ce titre, les banques centrales ont joué un rôle de prêteur en dernier ressort, en étendant les échéances et les montants de leurs financements comme la liste des établissements pouvant en bénéficier. Plus original, la BCE a mis en place un taux de sa facilité de dépôt négatif à partir de 2014. Elles ont par ailleurs fondé leur politique sur une *forward guidance* et ont mis en place un assouplissement quantitatif (QE pour *quantitative easing*) non stérilisé, en 2008 pour la Fed, puis à partir de mars 2015 pour la BCE. Les politiques monétaires de la Fed comme de la BCE sont ainsi devenues extrêmement accommodantes, en utilisant des méthodes inusuelles.

Le bilan globalement positif de la politique monétaire ainsi menée par la BCE a justifié son maintien jusqu'alors.

La politique monétaire de la BCE a permis d'éloigner la zone euro de la déflation

337

L'objectif premier ayant poussé la BCE à instaurer un vrai programme de QE est la crainte de la déflation en zone euro. C'est ainsi la chute en 2014 de la principale mesure d'inflation surveillée par la BCE, le *swap* d'inflation cinq ans dans cinq ans, qui avait alarmé l'institution et donné des arguments pour le QE. Avec la mise en place de l'assouplissement monétaire, cet indicateur s'est fortement redressé sur le premier semestre 2015, puis en 2016, avant de connaître une relative baisse en 2017, qui atteste des incertitudes du marché sur le taux d'inflation durable.

De manière plus marquée, l'inflation nominale a fortement augmenté depuis 2014, sortant la zone euro de la zone de déflation pour approcher de près la cible d'inflation de la BCE au début de 2017. Elle atteignait ainsi 1,9 % en avril (OCDE – Organisation de coopération et de développements économiques), avant de reculer à 1,3 % en juillet sous la pression notamment de la baisse des prix de l'énergie. L'inflation « sous-jacente », qui permet d'analyser de manière plus pertinente l'effet de l'assouplissement quantitatif de la BCE, présente aussi une tendance en hausse depuis 2015, malgré sa relative faiblesse, pour approcher à l'été de manière encourageante son taux historique moyen de 1,3 %.

La politique monétaire de la BCE a permis une forte baisse du taux des obligations souveraines de la zone euro qui s'est efficacement transmise aux taux privés

La diminution du taux des obligations souveraines de l'ensemble de la zone euro est le résultat particulièrement net et rapide de la politique menée par la BCE. La note de conjoncture de l'Insee de décembre 2015 illustre comment l'achat de titres de dettes publiques dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif, annoncé en mars 2015, a été anticipé dès l'été 2014 par les marchés. Il en résulte une forte baisse des taux d'intérêt souverains en zone euro depuis cette date. À titre d'exemple, les taux d'intérêt à long terme (des obligations d'État à échéance de dix ans) étaient particulièrement élevés pour les États périphériques de la zone euro, avec des taux de 8,7 % en Grèce, 6,0 % au Portugal, 4,1 % en Espagne et en Italie, et 3,5 % en Irlande. Ils étaient à cette date de 1,8 % en Allemagne, 2,3 % en France et 3,3 % en moyenne dans la zone euro. En juillet 2017 ces taux avaient tous connu une forte baisse, pour atteindre des taux très bas, exceptés pour la Grèce et le Portugal. Ils s'élèvent ainsi à 5,8 % pour la Grèce, 3,0 % pour le Portugal, 2,2 % pour l'Italie, 1,6 % pour l'Espagne et 0,9 % pour l'Irlande. Ils sont par ailleurs de 0,5 % en Allemagne (après avoir été négatifs en juillet 2016), 0,7 % en France (après un minimum à 0,2 % en juillet 2016) et 1,2 % pour la moyenne de la zone euro. Ces taux bas permettent ainsi un refinancement à faible coût pour la majorité des États de la zone euro et ont assuré la solvabilité de la trajectoire de leurs finances publiques, qui était devenue explosive à partir de 2010.

338

Cette forte baisse des taux souverains s'est efficacement transmise aux conditions de financement des agents privés dans la zone euro. Les taux d'intérêt privés ainsi que les taux des obligations privées ont suivi une évolution similaire aux taux souverains. En effet, les investisseurs désireux de maintenir leur rendement échangent dans leurs portefeuilles les obligations souveraines dont les taux sont en baisse contre des obligations privées. Avec la hausse de la demande pour ce type d'obligations, les intérêts demandés pour celles-ci diminuent. La baisse du coût de financement pour les banques ainsi que l'effet de concurrence avec les obligations engendrent une forte baisse des taux d'intérêt bancaires (Heam *et al.*, 2015).

Les taux des prêts bancaires au secteur privé (sociétés non financières et ménages) ont ainsi fortement diminué sous l'effet de la politique monétaire menée par la BCE, notamment grâce au tirage important lors des différentes opérations de LTRO (*long term refinancing operation*). Ainsi, selon les chiffres du *Bulletin économique* de la BCE d'avril

2017, entre mai 2014 et février 2017, les taux débiteurs bancaires composites accordés aux sociétés non financières de la zone euro ont baissé de 117 points de base et de 106 points de base pour les taux accordés aux ménages de la zone. De même, le coût de financement par obligations des entreprises, au travers du taux de rendement de leurs obligations, a connu une forte baisse en zone euro depuis 2008, attestant de l'efficacité des politiques menées par la BCE. Le *Bulletin économique* de la BCE d'août 2016 estime que le coût de financement par endettement de marché entre la fin de 2008 et la fin de juillet 2016 a baissé de 650 points de base.

Cette baisse des taux d'intérêt privés a permis une réelle augmentation de l'encours de crédits aux sociétés non financières et aux ménages de la zone euro

Cette baisse des taux d'intérêt privés, résultant à la fois de l'assouplissement quantitatif et des mesures de *credit easing* mises en place par la BCE, favorise une hausse de la demande de crédit des agents privés. Cette baisse des taux d'intérêt privés (crédit bancaire et obligations) induit une hausse de la demande de crédit des entreprises pour investir, la baisse du coût du capital conduisant à rendre de nouvelles opportunités d'investissements rentables. Pour les ménages, outre rendre plus favorable l'investissement immobilier, cette baisse des taux peut directement favoriser la consommation, via l'effet taux sur le coût de leur crédit, comme via l'effet richesse.

339

Ainsi les encours de crédits aux sociétés non financières de la zone euro ont connu une hausse notable. Entre janvier 2016 et janvier 2017, les encours ont augmenté de 2,3 % (BCE). Le crédit aux entreprises est cependant davantage dynamique en Allemagne et en France, avec une hausse de 4,5 % sur la période pour les deux États, qu'en Italie et en Espagne, qui ont connu une baisse de 0,7 % sur la période (Insee). De même, la croissance du crédit aux ménages de la zone euro a augmenté de 2,2 % entre janvier 2016 et janvier 2017, connaissant son rythme de plus haut niveau depuis 2011 (BCE).

Cette reprise de la demande et de l'offre de crédit aux entreprises et ménages bien qu'encourageante et attestant de l'efficacité progressive des politiques de la BCE paraît néanmoins limitée au regard de la forte croissance de la base monétaire entreprise par la BCE. Ainsi, si la croissance de l'encours de crédits aux entreprises et aux ménages entre janvier 2016 et janvier 2017 a été légèrement supérieure à 2 %, la croissance annuelle de l'agrégat monétaire M3 (monnaie en circulation dans la zone euro) a été de 4,9 % sur la période (BCE).

L'assouplissement monétaire a fourni d'importants stocks de liquidités aux banques, qui sont incitées à les prêter en raison notamment

du taux négatif appliqué aux dépôts placés auprès de la BCE. Néanmoins cette situation d'une faible augmentation des encours de crédits dans la zone euro au regard de l'augmentation des liquidités fournies indique que les banques ont malgré tout préféré garder une part importante de leurs liquidités auprès de la BCE. Ainsi le canal du crédit de la BCE est encore limité par les décisions d'utilisation de leurs liquidités par les banques, même si la croissance continue des encours de crédits est positive pour la transmission du QE à l'économie réelle. Pour faire face à cette situation, la mise en place des opérations LTRO I (2014-2016) et LTRO II (2016-2017), opérations ciblées de refinancement de long terme dont les conditions dépendaient de la performance des banques en matière d'octroi de crédit, a eu un effet positif sur l'amélioration des conditions d'emprunt du secteur privé non financier de la zone euro.

Ces mesures se sont traduites par une dépréciation de l'euro jusqu'au milieu de 2017, qui a permis de soutenir la croissance de l'ensemble de la zone euro

La politique monétaire accommodante menée par la BCE s'est traduite par une dépréciation de l'euro. En effet, avec la diminution des taux d'intérêt résultant des politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles de la banque centrale, les rendements des obligations des États de la zone euro baissent. Les investisseurs décident de ce fait de réallouer leur portefeuille d'actifs vers des titres souverains ayant un meilleur rendement et de même qualité, les obligations du Trésor américain par exemple. Les investisseurs vendent ainsi des actifs en euros contre des actifs en devise, conduisant à une dépréciation de l'euro par rapport aux autres devises. La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar a par ailleurs été renforcée par l'anticipation puis la mise en place d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire américaine.

La mise en place de l'assouplissement quantitatif début 2015 a ainsi enclenché une importante dépréciation de l'euro (vis-à-vis du dollar et de la livre notamment), survenue dès le printemps 2014 avec l'anticipation de cette mesure (Heam *et al.*, 2015). La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar, principale monnaie partenaire, a ainsi été de 16,4 % en 2015 par rapport à 2013, et de 14,5 % vis-à-vis de la livre sur la période. Le taux de change euro-dollar est resté relativement stable du milieu de 2015 au milieu de 2017 et a connu un mouvement d'appréciation de l'euro à partir de mai 2017, en raison notamment des perspectives de normalisation de la politique monétaire de la BCE et de l'incertitude quant à la politique économique menée par Donald Trump.

Le canal du taux de change apparaît comme un canal efficace de la politique monétaire de la BCE, ayant eu un impact positif sur l'économie réelle de l'ensemble de la zone euro. Il est même parfois analysé comme le principal canal par lequel le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE a un effet positif sur l'inflation et la croissance de la zone euro (Blot et *al.*, 2015).

Par ailleurs, cette politique ne s'est pas accompagnée jusqu'alors de la formation de bulles sur le prix des actifs

Les effets de richesse sont faibles en zone euro et l'efficacité du canal du prix des actifs est ainsi modeste (France Stratégie, 2015). Les effets d'appréciation sur les bourses européennes suite au lancement du QE ont été temporaires, tandis que les prix de l'immobilier ont été peu sensibles au programme de la BCE (Artus, 2016). Ces effets modestes de transmission ont eu jusqu'à récemment comme contrepartie positive l'absence de formation de bulles sur les actifs comme les actions ou l'immobilier en zone euro.

Par ailleurs, si le taux d'intérêt à long terme des obligations souveraines de la zone euro est fortement inférieur au taux de croissance depuis 2014, cette caractéristique ne présente pas de risque avéré (Artus, 2017). Cette situation, qui peut se traduire par un prix des obligations manifestement au-dessus de leur prix d'équilibre, ne constitue ainsi pas pour autant une bulle obligataire, les taux d'intérêt à long terme étant maîtrisés par la politique de QE des banques centrales. De plus, cette situation sur le marché obligataire ne s'est pas transmise aux actions ou à l'immobilier dans la zone euro en raison du fait que la contrepartie des achats d'obligations par la BCE est principalement des ventes d'obligations par les non-résidents (comme des banques centrales dont les réserves de change sont en diminution). Or les non-résidents n'ont pas réinvesti les liquidités reçues dans d'autres actifs en euros comme les actions ou l'immobilier, ce qui aurait été différent si les vendeurs d'obligations avaient été des investisseurs domestiques (Artus, 2017). Cette caractéristique a ainsi permis d'éviter jusqu'à récemment une bulle sur les actions et l'immobilier en zone euro, dont l'éclatement est beaucoup plus complexe à contrôler pour la BCE que les effets d'une remontée progressive des taux sur le prix des obligations.

La politique monétaire non conventionnelle de la BCE présente ainsi un bilan positif en termes de lutte contre la déflation et de soutien à l'économie réelle. Cette politique a été indispensable afin de soutenir les États les plus vulnérables de la zone euro et soutenir l'économie de reprise. Néanmoins les limites et risques que présente une poursuite sur le long terme de telles politiques justifient leur sortie progressive, comme elle est à l'œuvre aux États-Unis depuis la fin de 2015.

La normalisation de la politique monétaire très accommodante de la BCE est rendue nécessaire par les risques relatifs à son maintien sur le long terme ainsi que par la reprise

Le maintien de mesures non conventionnelles sur le long terme, d'autant plus en période de reprise, pose en effet question et soulève de nombreuses critiques, en provenance d'Allemagne notamment.

De fait, les chiffres encourageants du taux de chômage de la zone euro (9,1 % en juillet), son plus bas niveau depuis février 2009, malgré une inflation sous-jacente qui semble encore un peu basse, pourraient donner des gages à un recalibrage progressif de cette politique. En effet, dans ce contexte d'éloignement de la crainte déflationniste et de reprise dans la zone euro, le maintien sur le long terme d'une politique monétaire très accommodante soulève des risques importants, qui commencent à devenir supérieurs aux risques afférents à son retrait. De fait, cette politique monétaire présente un risque en raison du changement potentiel de comportement et de situation qu'elle provoque chez les acteurs économiques. En effet, par une politique de taux très bas, voire négatifs, en dessous du taux de croissance nominal, la BCE, en soutenant les emprunteurs, affecte négativement la rémunération des épargnants et des prêteurs.

342

Cette politique affecte ainsi le secteur de l'assurance-vie, qui voit les revenus tirés de ses placements diminuer (Ragot *et al.*, 2016), de même que tous les épargnants, dont les revenus tirés de l'épargne baissent (Thimann, 2016). Cette contrainte est particulièrement pénalisante dans les États ayant un système de retraite par capitalisation, ainsi que pour les épargnants souhaitant compléter le système de répartition public. Elle nourrit à ce titre de vives critiques en Allemagne, pays à démographie déclinante, plaidant ainsi pour la sortie rapide de cette politique monétaire de taux très bas. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels, tels que les assureurs et les gestionnaires de retraite, qui sont tenus ou non de délivrer un rendement minimum contractuel, peuvent avoir tendance à prendre davantage de risques dans leur recherche de rendement. Ils peuvent notamment être incités à rallonger les durées de leurs placements et à accepter des risques de contrepartie plus élevés en échange d'une meilleure rémunération. Cette politique, si elle se maintenait au-delà du nécessaire, pourrait de ce fait être source d'instabilité financière dans le futur.

Cette recherche de rendement couplée à la hausse du prix des actifs induite par la politique monétaire peut dès lors favoriser des comportements spéculatifs facteurs de bulles (Leppin et Nagel, 2016). Ces comportements consistent à emprunter à taux bas pour acquérir des actifs risqués, que ce soient des actions ou des biens immobiliers, afin

de gagner le différentiel de rendement. Or, si la formation de telles bulles n'est pas encore apparue clairement jusqu'à récemment, un envol rapide du prix de certains actifs semble se produire depuis plusieurs mois sur les marchés d'actions américains par exemple, comme sur le marché immobilier de certaines grandes villes européennes (y compris en Allemagne) et américaines. Au-delà de ce risque de bulles, cette prise de risque accrue, conjointement avec le renforcement de la réglementation prudentielle encadrant les banques commerciales, a conduit à un développement du système bancaire parallèle, ne recevant pas de dépôts et de ce fait non régulé, le *shadow banking* (Beck et Kotz, 2016).

Par ailleurs, alors même que la BCE a mené cette politique dans le but d'acheter du temps à la zone euro, afin que les États puissent conduire les réformes structurelles nécessaires (plus aisées à mener dans un contexte de soutien à la croissance) et qu'ils puissent compléter le cadre institutionnel de la zone monétaire pour répondre aux différents enjeux de la crise, celle-ci peut influencer sur le comportement des emprunteurs publics. Le risque est alors que le faible niveau de taux d'intérêt n'incite pas les États de la zone euro à se désendetter ni à consolider leurs budgets publics, en raison de la possibilité qui leur est offerte de contracter de nouvelles dettes à des conditions très avantageuses (Leppin et Nagel, 2016). Force est de constater aujourd'hui que le bilan des réformes structurelles dans les États concernés, qui constituent pourtant une nécessité pour certains pays avant la sortie des politiques monétaires de crise, apparaît aujourd'hui mitigé et demanderait à être poursuivi.

Enfin cette situation place les banques commerciales dans un contexte de pression à la baisse de leurs taux de marge nette d'intérêt. En effet, les banques commerciales empruntent à court terme sur des taux référencés et prêtent à long terme majoritairement à taux fixes. Or, les banques centrales, en cherchant par leurs politiques de QE à positionner les taux d'intérêt de long terme très bas, alors même que le taux de rémunération de l'épargne bancaire des épargnants ne peut concrètement pas être inférieur à zéro, provoquent un écrasement de la courbe des taux (rétrécissement du différentiel entre le taux long et le taux court). Or le différentiel entre le taux des crédits et les taux de collecte des ressources bancaires constitue une base essentielle des revenus des banques commerciales. Leur marge nette d'intérêt s'en trouve fortement comprimée. Cet effet défavorable n'est en outre depuis 2016, en France notamment, plus compensé par l'accroissement des volumes de crédit conjugué à la baisse du coût du risque de crédit, engendrés par ces mêmes taux très bas (Klein, 2017a). En conséquence, cette baisse des revenus bancaires risque de freiner tôt ou tard leur

capacité à suivre la croissance du crédit qui accompagne le regain de croissance, alors même que le ratio de solvabilité exigé par les règles prudentielles est en hausse.

La normalisation de la politique monétaire de la BCE devient donc nécessaire. Elle permettrait d'ailleurs à l'institution de se reconstituer d'indispensables marges de manœuvre pour prévenir un futur renversement de cycle, d'autant plus que la politique budgétaire de nombreux États européens apparaît aujourd'hui peu mobilisable, compte tenu de leur niveau d'endettement public. C'est dans cette optique que la Fed s'est engagée à partir de décembre 2015 dans le resserrement de sa politique monétaire, celle-ci approchant les objectifs d'inflation et de chômage qu'elle s'était fixés. La normalisation de la politique monétaire de la BCE doit néanmoins s'entourer de conditions, notamment pour assurer sa compatibilité avec la stabilité de la zone.

UNE SORTIE DÉLICATE DEVANT S'ENTOURER DE CONDITIONS FORTES

Éviter le krach

344

Le risque principal d'une sortie non maîtrisée des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE est le déclenchement d'un *krach* obligataire. En effet, un durcissement trop rapide de la politique monétaire, avec une remontée brutale du taux long, à la suite de la remontée de ses taux ou par une réduction rapide de ses achats d'actifs, pourrait entraîner un *krach* obligataire comme en 1994 aux États-Unis. En maintenant les taux d'intérêt à long terme très faibles, les banques et les investisseurs institutionnels accumulent en effet d'importants portefeuilles obligataires avec des coupons très faibles. Si la banque centrale cherche à sortir de sa politique monétaire accommodante en relevant ses taux brutalement, la remontée des taux d'intérêt à long terme en faisant chuter le prix des obligations peut provoquer d'importantes pertes en capital pour ces acteurs. Le risque est alors qu'une telle remontée ne soit plus supportable pour les agents économiques et que la politique monétaire très accommodante devienne ainsi irréversible.

Si cette situation affecte ainsi considérablement les prêteurs, elle affecte aussi les emprunteurs (privés comme États), que la politique de taux bas n'a pas incité à la réduction de leur dette, et qui connaîtraient dès lors une importante augmentation à moyen terme de la charge d'intérêt de leur dette. De ce fait, une politique monétaire très accommodante lorsqu'elle est maintenue sur le long terme peut devenir particulièrement difficile à resserrer, ayant des effets négatifs importants sur l'ensemble des acteurs économiques et sur les États, et ainsi sur la stabilité économique et financière de la zone.

Les deux conclusions découlant de ces différents risques sont la nécessité de ne pas maintenir trop longtemps la politique monétaire très accommodante de la BCE, afin que ces positions ne s'accumulent pas, comme l'importance d'une sortie très progressive, bien programmée et annoncée. De manière générale, les agents économiques nécessitent du temps pour se préparer à une nouvelle politique monétaire, après une longue période de liquidité abondante.

Sortir de la zone de faible inflation

La faiblesse de l'inflation nominale comme sous-jacente implique de maintenir un soutien monétaire dans la période de reprise. Cette situation plaide de ce fait également pour une sortie graduelle, avec une remontée des taux s'étalant sur plusieurs années, comme le met en œuvre la Fed.

Ainsi, si la mise en œuvre de politiques monétaires très accommodantes assorties d'instruments non conventionnels pourrait soulever, en théorie, le risque d'engendrer de façon mécanique une forte inflation (approche monétariste), force est de constater que cette théorie n'a pas été vérifiée. Au contraire, le fait que les banques de la zone euro aient gardé auprès de la BCE une proportion des liquidités reçues, et les anticipations d'inflation relativement faibles minimisent ce risque d'inflation non maîtrisée dans la zone euro. Par ailleurs, des raisons structurelles limitent de même l'inflation, comme les effets toujours présents de la mondialisation (émergence économique de nouveaux États en développement) et de la révolution technologique (en termes de productivité), une certaine baisse en moyenne du pouvoir de négociation salariale des salariés en résultant (moindre indexation des salaires aux prix), et le prix relativement faible des matières premières.

Cependant de telles causes structurelles qui limitent la forte remontée de l'inflation pourraient apparaître aujourd'hui moins à l'œuvre, avec la remontée de la croissance mondiale et un taux de chômage mondial relativement bas (5,7 % en 2016). Cette situation pourrait impliquer un renforcement modéré de l'inflation à terme, pour ces raisons non monétaires, ce qui demande un suivi de la part des banques centrales. À ce titre, la hausse de l'inflation au-dessus de sa cible en février 2017, portée par les prix de l'énergie, a donné un argument supplémentaire à la Fed pour augmenter ses taux d'un quart de point le mois suivant. Néanmoins les conditions qui pourraient enclencher le retour d'un régime inflationniste incorporant un système d'indexation des salaires et des prix ne semblent pas être présentes, en raison notamment du mode de formation des salaires aujourd'hui.

C'est pourquoi, tant la BCE que la Fed ne procéderont à une remontée des taux que très progressivement. L'inflation sous-jacente,

expression statistique de la force ou de la faiblesse des systèmes d'indexation, reste en effet très modeste, ainsi que le souligne très régulièrement Mario Draghi, par exemple. De même, vue de la zone euro, l'appréciation de l'euro vis-à-vis d'un dollar faible contrarie encore davantage la remontée du taux d'inflation et peut présenter des risques pour la croissance. Ce prérequis de sortie de la zone de faible inflation, qui correspond au mandat de la BCE de stabilité des prix et qui doit se coordonner avec celui de soutien à la croissance de la zone, influe donc fortement sur le choix par la BCE de son mode et de son calendrier de sortie de sa politique monétaire très accommodante.

LES POSSIBILITÉS QUI S'OFFRENT À LA BCE POUR ENGAGER CETTE SORTIE

La stratégie possible quant aux modalités de retrait de ses mesures conventionnelles et non conventionnelles

La question de l'ordre de sortie des différentes mesures qui constituent la politique très expansionniste de la BCE se pose. La BCE pourrait ainsi décliner le même ordre de sortie que la Fed, avec dans un premier temps une réduction progressive (*tapering*) puis un arrêt du programme d'achats de titres, avec maintien de la taille de son bilan, et dans un second temps une hausse progressive de son taux de dépôt et de refinancement. Cette méthode apparaît aujourd'hui comme le scénario privilégié par la BCE et anticipé par les marchés. Si le programme de rachats d'actifs publics et privés de la BCE est prévu pour s'achever en décembre 2017, la BCE a toutefois réaffirmé en mai 2017 que les volumes de rachats pourraient être amplifiés et la durée du programme prolongée en cas de perspectives moins favorables en termes d'inflation et de conditions financières. La prolongation de ce programme, avec une réduction du rythme des achats qui pourrait intervenir au début de 2018, est ainsi l'une des options possibles de la BCE. Lors de sa réunion du Conseil des gouverneurs de juin 2017, la BCE a par ailleurs acté l'amorce de sa stratégie de normalisation en annonçant ne plus envisager de baisse supplémentaire de ses taux. Ainsi son communiqué annonce que « le Conseil des gouverneurs prévoit que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels sur une période prolongée, et bien au-delà de l'horizon fixé pour les achats nets d'actifs ». Elle devrait de fait présenter son *tapering* lors de sa réunion de la fin octobre 2017.

C'est au cours de l'année 2014 que la Fed a procédé à la réduction progressive de son programme d'achats de titres, avant de stabiliser son bilan en octobre 2014 et de commencer à relever ses taux en décembre 2015. Le maintien de la taille de son bilan s'est fait par le réinvestissement des montants des titres arrivant à échéance. Janet Yellen a

annoncé en septembre 2017 que la fin de cette politique de réinvestissement, et donc le début de la réduction de la taille du bilan de la Fed, devraient intervenir en octobre 2017, avec un rythme de réduction de 10 Md\$ le premier mois, montant devant croître graduellement les mois suivants. La banque centrale avait préalablement fait connaître dans les principes de normalisation de sa politique monétaire publiés en 2011 et amendés en 2014 qu'elle ne procéderait a priori pas à la vente des titres qu'elle détient. Dans le cas d'une surchauffe de l'économie ou de rendements obligataires jugés trop bas, les ventes de titres concerneraient les bons du Trésor Américain et seraient annoncées en amont. L'institution n'a pas précisé le montant des actifs qu'elle envisage de conserver dans son bilan à la fin du processus de normalisation, indiquant toutefois que ce montant serait supérieur au niveau d'avant-crise.

Appliquée à la BCE, une telle stratégie de sortie aurait pour mérite que les mesures non conventionnelles visant à restaurer le bon fonctionnement des marchés monétaires, telles que les opérations de refinancement à long terme ou l'élargissement de la gamme des collatéraux éligibles, soient retirées avant toute remontée des taux. En effet, une remontée des taux dans le cas où le fonctionnement des marchés monétaires n'aurait pas été rétabli pourrait avoir un effet négatif, tandis que continuer à fournir des liquidités au marché au travers de politiques monétaires non conventionnelles tout en effectuant une hausse des taux pourrait envoyer un signal ambigu aux acteurs économiques (Bini Smaghi, 2009). Cette méthode présente par ailleurs l'avantage de permettre de planifier une remontée des taux directeurs sur plusieurs années, limitant ainsi le risque de *krach* et laissant du temps aux économies de la zone pour effectuer des réformes structurelles et plus globalement, pour renforcer la croissance et l'inflation sous-jacente de la zone.

Par un choix de sortie certainement très progressif de son programme d'achats d'obligations, la BCE pourrait ainsi provoquer une remontée très prudente des taux longs. Elle pourrait plus ou moins parallèlement remonter le taux de sa facilité de dépôt vers zéro, les taux négatifs ne se justifiant plus en raison de la reprise de la demande de crédit et de l'éloignement du risque déflationniste. Cette particularité de l'existence de taux négatifs, qui la distingue de la politique monétaire de la Fed, ne peut en effet être que très exceptionnelle. Avec un certain décalage, la BCE pourrait ensuite graduellement remonter son taux de refinancement. Cette méthode aurait pour avantage de desserrer rapidement la forte contrainte financière pesant sur les banques et les investisseurs institutionnels tout en maintenant un soutien en termes de taux directeurs bas pour le financement des États et des acteurs économiques, donc de la croissance. La BCE pourrait ainsi piloter une remontée très progressive des taux longs, ainsi qu'un retour des taux courts en territoire

positif, tout en s'assurant que la pente des taux se redresse peu à peu, afin de redonner aux banques commerciales des marges qui leur sont nécessaires pour la santé de leur activité domestique.

L'idée d'un découplage inédit dans la gestion par la BCE de son taux de refinancement et de dépôt n'a pas été avancée officiellement par la BCE, même si elle a été soutenue par le gouverneur de la Banque centrale d'Autriche, Ewald Nowotny (membre du Conseil des gouverneurs de la BCE) en mars 2017. Celui-ci a ainsi défendu la possibilité pour la BCE de relever le taux de sa facilité de dépôt avant son taux de refinancement, cela sans attendre la fin de son programme d'assouplissement quantitatif, les différents taux de la BCE n'ayant pas à être tous augmentés dans un même temps, ni dans une même proportion.

Dès 2019, la BCE accentuera très probablement son recalibrage pour passer à une politique monétaire plus neutre. C'est en 2019, en effet, que l'*output gap* devrait se refermer (FMI, 2017). Les nombreuses années d'*output gap* négatif suivant la grande crise auront alors été suivies d'une période pendant laquelle le taux de croissance effective aura au contraire été supérieur au taux de croissance potentielle, avec un cumul de ce différentiel qui aura compensé le cumul du *gap* inverse lorsque le taux de croissance effective était inférieur au taux de croissance potentielle. Il sera encore plus légitime alors de recalibrer plus fortement la politique monétaire.

348

De manière plus générale, quelle que soit la stratégie de sortie de la politique monétaire non conventionnelle choisie par la BCE, l'institution communiquera en amont sur l'orientation future de sa politique monétaire. La communication sur la stratégie de sortie doit en effet faire partie intégrante de la stratégie de sortie (Belke, 2009). La transparence de la banque centrale sur sa politique monétaire permet en effet de crédibiliser ses objectifs de politique monétaire et d'ancrer les anticipations des agents. La communication de la BCE est d'autant plus importante concernant la politique monétaire non conventionnelle, car étant inédite elle crée de l'incertitude pour les agents économiques quant à ses effets et quant à son calendrier de sortie.

Par ailleurs, pour être préparée et s'ancrer dans un environnement favorable à la reprise, cette sortie nécessite de s'inscrire dans un contexte de stabilité macroéconomique renforcée.

La nécessité de renforcer la stabilité macroéconomique européenne pour préparer, accompagner et sécuriser cette sortie

La fin du biais récessif moyen des politiques budgétaires de la zone euro permet d'accompagner la normalisation de la politique monétaire de la BCE. Mais, la coordination des politiques budgétaires se révèle être un élément crucial du bon fonctionnement de l'union monétaire

européenne pour compenser l'hétérogénéité des cycles économiques, particulièrement en l'absence d'un système de transferts fiscaux suffisant à l'échelle communautaire et compte tenu des limites affectant la mobilité des salariés entre les différents États, comme le postule la théorie des zones monétaires optimales. De ce fait, la situation de la zone euro conduit à des ajustements très asymétriques entre les différents États qui la composent (Klein, 2017b). Or, si les politiques budgétaires nationales sont aujourd'hui en principe coordonnées par les règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC), dans les faits cette coordination connaît d'importantes limites.

L'existence de politiques budgétaires contracycliques venant appuyer la politique monétaire est pourtant particulièrement importante lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire sont affaiblis (borne zéro des taux) ainsi que pendant la normalisation de cette dernière, afin de maintenir un soutien à la croissance. Il apparaît cependant que les politiques budgétaires nationales n'ont pas été coordonnées pour soutenir la politique monétaire de la zone euro dans la période récente. Ces politiques budgétaires ont en effet souvent été menées avec une orientation inverse à celle de la politique monétaire, en s'avérant procycliques. Ainsi, sur la période 2008-2015, la politique budgétaire discrétionnaire agrégée ne peut être caractérisée de contracyclique qu'en 2009 et en 2011, se révélant procyclique en 2008, 2012 et 2013 et sans orientation marquée les autres années (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016). Ces politiques budgétaires nationales non coordonnées et procycliques ont dès lors un effet négatif sur la croissance et amplifient les pressions déflationnistes de la zone, limitant ainsi l'effet de la politique monétaire expansionniste de la BCE. Cette situation conduit de fait à faire porter sur la politique monétaire l'intégralité de la responsabilité de la stabilisation macroéconomique.

Dès lors, la coordination des politiques budgétaires se révèle être un enjeu central de l'Union économique et monétaire, afin d'accompagner et de prendre le relais de la politique monétaire lors de sa normalisation. Cette coordination doit viser plus largement à compenser l'hétérogénéité des cycles économiques et à renforcer la résistance aux chocs économiques et financiers affectant la zone euro.

Dans ce cadre, les règles du PSC se révèlent comme l'une des raisons du caractère procyclique des politiques budgétaires nationales. Ainsi la procyclicité des années 2012 et 2013 est davantage imputable aux États contraints par le PSC qu'aux États connaissant une crise (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016). De fait, les règles du PSC en incitant les États ayant un déficit supérieur au critère commun à mettre en place une politique budgétaire visant à le réduire, limitent la possibilité de politiques de relance, d'autant plus pour les États visés par une procédure pour déficit

excessif. La Commission européenne, consciente de cette problématique, a ainsi publié une « Communication sur l'orientation de la politique budgétaire » à destination des institutions européennes en novembre 2016. Dans celle-ci, elle dénonce le caractère asymétrique du cadre budgétaire européen, qui pose des règles pour les déficits budgétaires élevés, mais qui, pour les États respectant les critères et disposant de marges de manœuvre budgétaires, ne peut que recommander et non imposer un soutien budgétaire.

Par ailleurs, la nécessité d'une coordination efficace des politiques budgétaires, qui soutienne la politique monétaire et la reprise, est d'autant plus importante que les marges de manœuvre de la politique monétaire sont limitées par la borne zéro des taux. Cette coordination est d'autant plus nécessaire que le taux d'intérêt neutre réel de la zone euro (taux pour lequel la politique monétaire n'a ni effet de frein, ni de stimulation sur la croissance) est particulièrement bas. La faiblesse de ce taux, dans la zone euro comme aux États-Unis, s'explique par les facteurs économiques pesant sur la demande globale, que sont notamment les conditions de l'accès au crédit, le désendettement des agents économiques, la conduite de politiques budgétaires restrictives comme la faiblesse de la croissance. La conséquence de la faiblesse de ces taux est de limiter le caractère expansif de la politique monétaire. Dès lors, la banque centrale dispose d'une marge de manœuvre réduite pour relancer l'économie par une baisse des taux.

350

La conséquence pour la Fed comme pour la BCE est une situation dans laquelle, en raison de ces taux neutres très bas, en cas de récession, les taux à court terme seront plus régulièrement baissés vers la borne zéro, ce qui suppose de faire davantage appel aux mesures non conventionnelles lors de futurs chocs économiques (Cœuré, 2016). La faiblesse des taux d'intérêt neutres réels dans la zone euro comme aux États-Unis pourrait ainsi conduire les banques centrales à conserver et à utiliser les politiques monétaires non conventionnelles après la normalisation des politiques monétaires très accommodantes comme instruments centraux de leur action monétaire. Ces politiques deviendraient dès lors à terme, par ce biais, pratiquement conventionnelles. Dans ce sens, Janet Yellen a confirmé lors de son discours à Jackson Hole en août 2016 qu'elle pensait que le guidage des anticipations (*forward guidance*) tout comme les achats d'actifs continueraient à faire partie intégrante de la boîte à outils de la Fed.

Cette situation d'une marge de manœuvre monétaire réduite de la BCE révèle toute l'importance de politiques budgétaires coordonnées et contracycliques pour soutenir la politique monétaire, et d'autant plus lors de sa normalisation. La possible « conventionnalisation » des mesures non conventionnelles laisse par ailleurs présager l'existence de

nouvelles sorties dans le futur de politiques monétaires non conventionnelles, conférant à la présente sortie un caractère de modèle devant montrer toute sa réussite.

Par ailleurs, avec la normalisation de la politique monétaire de la BCE se révèle encore davantage la nécessité pour les États membres de conduire des réformes structurelles pour accroître leur compétitivité qualité-prix et soutenir leur potentiel de croissance. Sans politique d'austérité, ces derniers pourraient de cette manière faire baisser leurs déficits publics, y compris sociaux, et leurs déficits courants structurels. Ces avancées constituent des prérequis centraux pour construire une zone euro renforcée, mieux coordonnée et plus solidaire, capable de mieux faire face aux chocs économiques futurs.

Article rédigé en septembre 2017.

BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. (2016), « Pourquoi est-il raisonnable de penser que la politique monétaire a peu d'effets sur l'économie autres que ceux qui passent par le taux de change ? », Natixis, *Flash Économie*, 16 décembre.
- ARTUS P. (2017), « Pourquoi le quantitative easing de la BCE a-t-il seulement généré une bulle obligataire ? », Natixis, *Flash Économie*, 9 mai.
- BCE (Banque centrale européenne) (2016), *Bulletin économique de la BCE*, n° 5/2016, août.
- BCE (2017), *Bulletin économique de la BCE*, n° 3/2017, avril.
- BECK G. W. et KOTZ H.-H. (2016), « Les activités de *shadow banking* dans un contexte de bas taux d'intérêt : une perspective de flux financiers », *Revue d'économie financière*, n° 121.
- BELKE A. (2009), « Global Liquidity and Monetary Exit Strategies – Options for the Euro Area », Parlement européen, Commission des affaires économiques et monétaires.
- BÉNASSY-QUÉRÉ A., RAGOT X. et WOLFF G. (2016), « Quelle union budgétaire pour la zone euro ? », *Note du Conseil d'analyse économique*, février.
- BINI SMAGHI L. (2009), « Conventional and Unconventional Monetary Policy », Lecture donnée au Centre international d'études monétaires et bancaires, 28 avril.
- BLOT C., CREEL J., HUBERT P. et LABONDANCE F. (2015), « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? », *Revue de l'OFCE*, 2015/2, n° 138.
- CŒURÉ B. (2016), « The ECB's Operational Framework in Post-Crisis Times », Intervention donnée à Jackson Hole, août.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2016), « Pour une orientation positive de la politique budgétaire de la zone euro », Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la BCE, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, 16 novembre.
- FMI (Fonds monétaire international) (2017), *Euro Area Policies: 2017 Article IV Consultation – Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Member Countries*, IMF Country Report, n° 17/235, juillet.
- FRANCE STRATÉGIE (2015), « Programme d'achats d'actifs par la BCE : un premier bilan », octobre.
- HEAM J.-C., MARC B., LEE R. et PAK M. (2015), « L'assouplissement quantitatif de la BCE a fait baisser les taux d'intérêt et contribue à la reprise de la zone euro », Insee, *Note de conjoncture*, décembre.
- HÉRICOURT J., MARTIN P. et OREFICE G. (2014), « Les exportateurs français face à l'euro », *Lettre du CEPII*, janvier.

KLEIN O. (2017a), « La politique de taux bas et de taux négatifs : raisons et conséquences pour les banques », *Revue d'économie financière*, n° 125.

KLEIN O. (2017b), « L'Euro est-il vraiment un vecteur de richesses ? », Intervention lors des rencontres économiques d'Aix-en-Provence 2017 (www.oklein.fr), juillet.

LEPPIN M. et NAGEL J. (2016), « Les mesures de politique monétaire non conventionnelles et leur impact sur les marchés », *Revue d'économie financière*, n° 121.

PEISTER C. et VALLA N. (2015), « Les politiques monétaires non conventionnelles », in *L'économie mondiale 2016*, CEPII, La Découverte.

RAGOT X., THIMANN C. et VALLA N. (2016), « Taux d'intérêt très bas : symptôme et opportunité », *Note du Conseil d'analyse économique*, décembre.

THIMANN C. (2016), « L'assouplissement quantitatif : un défi pour l'épargne à long terme et la sécurité financière des ménages », *Revue d'économie financière*, n° 121.