

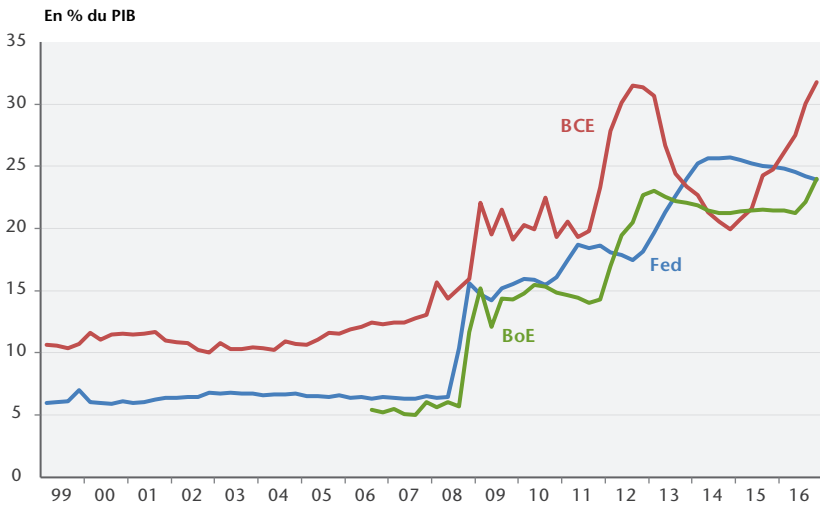
3. Politiques monétaires : nouveaux dilemmes ?

Depuis 2008, les banques centrales des grands pays industrialisés ont fortement assoupli la politique monétaire pour relancer l'activité et lutter contre la menace déflationniste qui s'était installée. À cette fin, elles ont mis en œuvre un ensemble de mesures non conventionnelles qui se sont traduites par une augmentation de la taille des bilans (graphique 15). Avec le retour de la croissance, les craintes se sont aujourd'hui dissipées. La Réserve fédérale fut ainsi la première banque centrale à mettre un terme aux achats d'actifs en octobre 2014 puis à amorcer la normalisation de la politique monétaire avec une première hausse de taux des fonds fédéraux en décembre 2015. Cette hausse fut suivie d'une deuxième un an plus tard et d'une nouvelle en mars 2017 portant ainsi le taux directeur aux États-Unis à 1 %. Au Royaume-Uni, la situation macroéconomique au début de l'année 2016 suggérait aussi une normalisation prochaine de la politique monétaire, mais le vote des Britanniques en faveur du Brexit a remis en cause ce scénario. La dégradation des indicateurs conjoncturels en juillet et le risque d'un affaiblissement de la croissance ont amené la Banque d'Angleterre à abaisser le taux directeur et annoncer une extension du programme d'achats d'actifs dès le mois d'août. En raison d'une reprise de l'activité plus tardive et moins forte dans la zone euro, l'éventualité d'une hausse du taux directeur ne s'est pas encore posée pour la BCE. Le programme d'assouplissement quantitatif (QE) a été mis en œuvre plus tardivement – en 2015 – dans la zone euro et la BCE a récemment annoncé la poursuite de ses achats de titre jusqu'en décembre 2017. Il faut toutefois noter que des voix s'élèvent en Allemagne pour demander un relèvement des taux (inflation à 2 % et faible taux d'intérêt nominaux rognant les rendements de l'épargne des Allemands).

Avec la hausse récente du prix du pétrole, l'inflation devrait rapidement renouer, voire dépasser la cible de 2 % affichée par les principales banques centrales. Cette situation devrait conforter le

sécenario de normalisation de politique monétaire aux États-Unis mais pourrait placer la Banque d'Angleterre face à un dilemme. Celle-ci se montrerait néanmoins prudente arguant d'une hausse temporaire de l'inflation dans un contexte macroéconomique qui reste fragilisé tant que les discussions sur le Brexit sont en cours. Dans la zone euro, l'accélération de l'inflation serait également temporaire et reviendrait dès 2018 sous la cible de 2 %. Dans le même temps, la consolidation de la reprise réduirait l'incitation à prolonger le QE au-delà de 2017. Nous anticipons donc un début de normalisation de la politique monétaire de la BCE qui conserverait néanmoins une orientation expansionniste.

Graphique 15. Taille du bilan des banques centrales



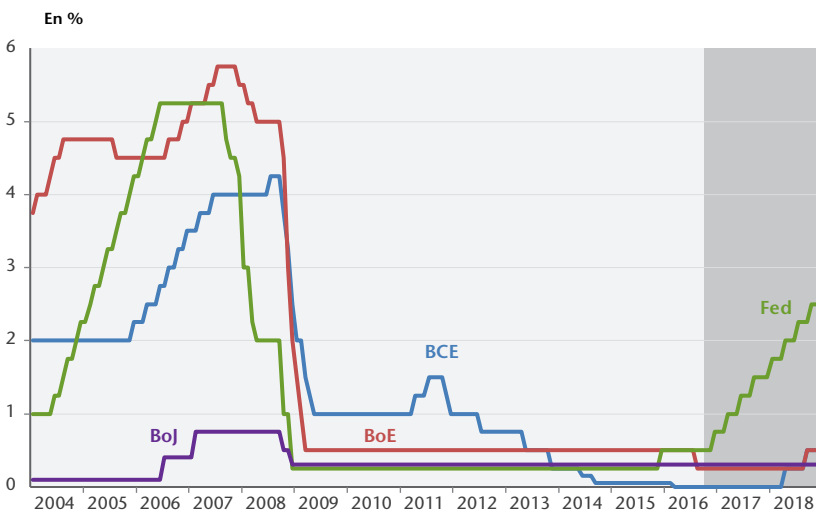
Sources : Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, BCE, comptabilités nationales.

L'accélération récente de l'inflation – mesurée aussi bien par l'indice des prix à la consommation, l'inflation sous-jacente ou le déflateur de la consommation¹ – et de l'activité aux États-Unis confirme le scénario de normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale, comme le confirme le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion du 15 mars au cours de laquelle la banque centrale a annoncé une augmentation des taux d'un quart de point. Cette remontée des taux se poursuivrait, avec 2 hausses

1. Le déflateur de la consommation est l'indicateur d'inflation retenu par la Réserve fédérale.

supplémentaires en 2017 et 4 en 2018 (graphique 16). Si on peut noter une accélération du rythme de hausse des taux, cette phase de normalisation reste graduelle relativement à l'épisode de précédant de resserrement monétaire au cours duquel la Réserve fédérale avait remonté les taux à 17 reprises sur une période de 24 mois. Ainsi, en fin d'année 2018, le taux directeur aux États-Unis s'élèverait à 2,5 %, de telle sorte que la politique monétaire resterait expansionniste².

Graphique 16. Taux directeur des principales banques centrales



Sources : Réserve fédérale, BoE, BCE, Prévisions OFCE mars 2017.

Du côté de la Banque d'Angleterre, le scénario de normalisation a été remis en cause par le vote en faveur du Brexit. Pour éviter un ralentissement de la croissance et un mouvement de panique financière, la banque centrale a dès le mois d'août 2016 baissé son taux directeur à 0,25 % et augmenté ses achats d'actifs portant ainsi son stock de titres souverains à 435 milliards de livres, auxquels s'ajoutent des achats de titres émis par les entreprises pour un montant de 10 milliards. Cette action de politique moné-

2. Une règle de Taylor où ; $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$; ou $\rho = 0,75$; $\bar{r} = 1\%$; $\bar{\pi} = 2\%$; $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$ suggère un taux directeur de 3 % au deuxième semestre 2018. i_t représente le taux directeur de la banque centrale, \bar{r} le taux d'intérêt réel neutre, π_t le taux d'inflation et og_t l'écart de croissance. L'objectif d'inflation des banques centrales $\bar{\pi}$ est fixé à 2 %.

taire a probablement contribué à amortir le choc du résultat du vote sur les anticipations des agents, montrant que la banque centrale se tenait prête pour éviter un ralentissement trop brutal de l'économie britannique. Aux troisième et quatrième trimestres, la croissance a accéléré, ce qui a conduit la Banque d'Angleterre à revoir à la hausse ses prévisions de croissance pour 2017. En août 2016, la Banque d'Angleterre prévoyait une croissance de 0,8 % en 2017, relevée à 1,4 % en novembre puis à 2 % en février 2017, se rapprochant ainsi du scénario de croissance avant le vote en faveur du Brexit. La croissance n'a donc pas fléchi au second semestre 2016, mais l'inflation anticipée est en hausse (voir partie 2 « Le petit retour de l'inflation »). Jusqu'à présent, la Banque d'Angleterre explique qu'elle est prête à accepter un dépassement du haut de la cible d'inflation (3 %), tant que l'inflation est poussée à la hausse par des facteurs temporaires : la hausse passée des prix du pétrole et la baisse de la livre. Le Comité de politique monétaire a ainsi décidé (à 8 voix contre 1) de maintenir le taux d'intérêt directeur à 0,25 % le 16 mars 2017. En 2017 et 2018, alors que se dérouleront les négociations sur le Brexit, la banque centrale devrait tolérer un surcroît temporaire de l'inflation. Nous anticipons une stabilité des taux directeurs tout au long de l'année 2017 et une première hausse au cours du second semestre 2018, ce qui amorcerait une normalisation très graduelle de la politique monétaire justifiée notamment par l'accélération de l'inflation sous-jacente. Du côté des achats d'actifs, aucune augmentation du plafond ne serait décidée dans le cas d'un ralentissement modéré de la croissance.

Du côté de la BCE, l'accélération récente de l'inflation a relancé les critiques à l'égard de la politique monétaire ainsi que le débat sur l'hétérogénéité des pays de la zone euro. En effet, si le taux de chômage de l'ensemble de la zone euro reste élevé, l'Allemagne a renoué avec la croissance et est proche du plein-emploi. Ces critiques portent à la fois sur les risques inflationnistes et le risque d'instabilité financière associés au faible niveau des taux d'intérêt et aux abondantes liquidités fournies par la BCE dans le cadre des différentes mesures non conventionnelles mises en œuvre depuis 2014³. Alors que l'inflation est rapidement passée de -0,2 % en avril 2016 à 1,5 % en mars 2017 (après 2 % en février) sur l'ensemble de la zone euro, certains s'interrogent sur la pertinence

de conserver une orientation aussi expansionniste de la politique monétaire, surtout que la reprise se confirme et que le chômage baisse. C'est en Allemagne que ces critiques sont aujourd'hui les plus fortes, pointant notamment les effets néfastes du faible niveau des taux d'intérêt sur l'épargne des ménages allemands⁴.

Mais si l'hétérogénéité de la situation macroéconomique des pays de la zone euro est une réalité, il n'en demeure pas moins que la politique monétaire de la BCE doit tenir compte de la croissance et de l'inflation d'ensemble. Or à cet égard, le chômage en zone euro reste bien supérieur à son niveau d'avant-crise et, selon les estimations de l'OCDE, l'écart de croissance est encore négatif (-1,9 % en 2016), témoignant d'une sous-activité persistante. L'inflation remonte mais l'inflation sous-jacente est stable. Il est probable que l'augmentation récente des prix à la consommation, liée au prix du pétrole, soit temporaire. Nous prévoyons que l'inflation redescendrait vers 1,3 % en 2018, niveau inférieur à la cible de la BCE. Quant au risque d'instabilité financière, Blot *et al.* (2017) montrent que les risques de bulle de prix d'actifs ne se sont pas encore matérialisés dans la zone euro. Par ailleurs, la reprise en cours ne s'accompagne pas d'une reprise du crédit, puisque le ratio de crédit sur PIB baisse depuis 2009 (graphique 17). Si le ratio de crédit immobilier sur PIB s'est stabilisé en fin d'année 2016, la baisse se poursuit pour les crédits aux sociétés non financières, confirmant l'observation selon laquelle les crises bancaires sont souvent suivies d'une reprise sans crédit (Abiad, Dell'Ariccia et Li, 2011).

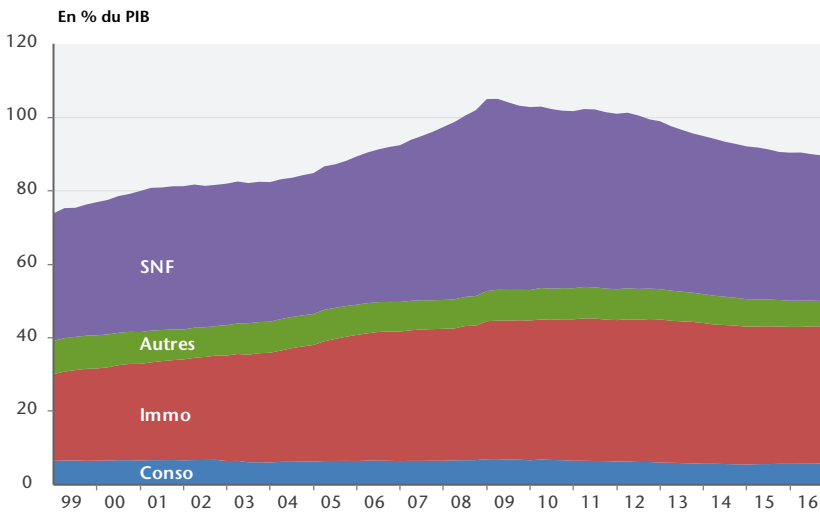
Il n'en demeure pas moins qu'avec la poursuite de la reprise, la question de la normalisation de la politique monétaire de la BCE devrait se poser rapidement une fois que le programme d'achats d'actifs arrivera à son terme. En décembre 2016, Mario Draghi annonçait qu'à partir d'avril 2017, le rythme d'achats d'actifs baisserait de 80 à 60 milliards d'euros jusqu'en décembre 2017 et au-delà si nécessaire. Néanmoins, les prévisions plaident pour une réduction progressive du soutien de la politique monétaire. La BCE ne devrait pas juger utile de poursuivre sa politique d'assouplissement

3. Borio et Zabaï (2016) avancent en effet l'idée que l'efficacité des mesures non conventionnelles pour améliorer la situation macroéconomique est décroissante tandis qu'elles accroissent les risques d'instabilité financière.

4. Voir http://www.lemonde.fr/economie/article/2017/03/03/en-allemande-mario-draghi-est-de-nouveau-sous-le-feu-des-critiques_5088635_3234.html.

quantitatif en 2018. Dans ces conditions se posera la question de la normalisation de la politique monétaire et d'une hausse – sans doute graduelle – du taux directeur. L'expérience récente aux États-Unis a montré que la Réserve fédérale avait agi avec beaucoup de prudence, prenant le soin de préparer les marchés à l'arrêt progressif des achats de titre dans un premier temps, puis à la première décision de hausse des taux. La BCE pourrait néanmoins accélérer ce processus, notamment parce que l'inflation serait globalement plus élevée en 2018 que ce qu'elle était en 2014 et 2015 et parce que les sources de fragilités financières seraient également moindres. Par ailleurs, la politique monétaire de la zone euro a sans doute un impact bien moindre sur le cycle financier mondial que celle de la Réserve fédérale. [Rey \(2013\)](#) montre en effet qu'il existe un cycle financier mondial qui est influencé notamment par la politique monétaire américaine.

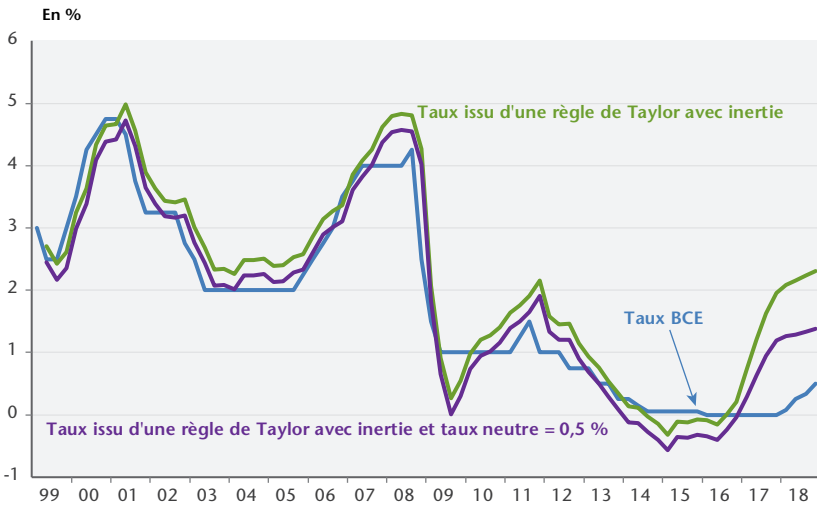
Graphique 17. Ratios de crédit sur PIB dans la zone euro



Nous prévoyons que la phase de normalisation de la politique monétaire en zone euro débiterait au deuxième trimestre 2018 et que le taux directeur de la BCE s'élèverait à 0,5 % en fin d'année. Ces décisions marqueraient un changement de régime, mais la politique monétaire resterait expansionniste au regard d'une règle de Taylor (graphique 18). Dans le cas où la règle suppose une

inertie du comportement de la banque centrale et un taux d'intérêt réel neutre plus faible, l'indicateur suggère d'augmenter le taux directeur au premier trimestre 2017 et de le porter progressivement à 1,4 % en fin d'année 2018. Ce même indicateur montre aussi qu'il y aurait une divergence plus marquée que par le passé entre l'indicateur de taux issu de la règle de Taylor et le taux appliqué par la BCE. Il en résultera que l'écart entre la politique monétaire américaine et celle menée en zone euro restera important prévenant une appréciation du taux de change de l'euro que nous anticipons à 1 euro pour 1,05 dollar du deuxième trimestre 2017 à la fin 2018.

Graphique 18. Règle de Taylor et la politique monétaire de la BCE



Note : la règle de Taylor est telle que $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$ ou $\rho = 0,75$; $\bar{r} = 1\%$ ou $\bar{r} = 0,5\%$; $\bar{\pi} = 2\%$; $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$.

Sources : BCE, Eurostat, Prévisions OFCE mars 2017.