What would be the risks of extending QE?

By Christophe Blot, Paul Hubert and Fabien Labondance

Following the last meeting of the ECB Governing Council on 22 October, Mario Draghi said that on Thursday, December 3rd, the Bank would review the orientation of its monetary policy in the light of economic and financial developments and the new Eurosystem staff forecasts, which will be disclosed at that time. The main issue facing the meeting is whether the ECB will take new steps to support activity. It could for instance announce further cuts in the deposit facility rate or an extension of quantitative easing (QE). Up to now the ECB has been careful to show its determination to meet its primary objective of price stability, even though in return it is encountering criticism that these waves of monetary expansion have had little effect on inflation but are fuelling asset price bubbles.

With inflation at 0.1% in October, the ECB is far from meeting its goal of achieving inflation rates below but close to 2% over the medium term. While the low level of euro zone inflation is due in part to lower oil prices, the fact remains that, even when adjusted for energy and food components, so-called "headline inflation" has not exceeded 1% since September 2013, reflecting a persistent state of low inflation. Note that the figure for October is the last observed value of inflation and provides only imperfect information about how it is changing in the medium term. The central banks are thus particularly sensitive to changes in inflation expectations. Market indicators however point to a further decline in long-term inflation expectations, whereas these rose in January after the announcement of QE (see graphic). So while there has been only very gradual confirmation of a recovery in the euro zone, the fear of

deflation has not abated, which should push the ECB to strengthen its support. In a previous analysis, which was based on quantitative easing programmes undertaken by the US Federal Reserve and the Bank of England, we emphasized the positive effects that QE was expected to have in the euro zone. The trends in euro exchange rates seen after the ECB's announcements in January 2015 and at the October meeting suggest that there is an impact via exchange rate channels.

Beyond these channels is the question of how QE affects asset prices. Several studies show that an expansionary monetary policy based on asset purchases supports financing and results in higher asset prices. However, some observers are also concerned about the risks associated with these operations, arguing that they feed asset price bubbles, that is to say, increases in prices that are not justified by economic fundamentals. Nevertheless, this kind of analysis relies solely on the rise in share prices to support these arguments. In a **recently published study (*Revue de l'OFCE*, issue 144, November 2015,** in French), we focus on the effects of monetary policy on three asset prices in the euro zone: the markets for equities, bonds and property. Our analysis suggests that monetary policy decisions would have no impact on asset prices that is not due to fundamentals. Thus, an interest rate cut does not seem to fuel bubbles, just as a tightening of monetary policy does not lead to a decline beyond what is indicated by the usual determinants of asset prices. While the channel of asset prices [1] does seem to be at work, monetary policy has no additional effects on the component of asset prices beyond what is due to economic fundamentals.

Figure. Long-term inflation expectations

Note: Expectations are measured here by the difference between the yields of 10 year indexed and non-indexed bonds. The measure obtained thus reflects inflation expectations over this 10 year horizon.
Source: ECB, Federal Reserve.

---

[1] This channel may be divided in two: Tobin's Q channel and the channel of wealth effects. The first suggests that a reduction in interest rates is likely to have a favourable impact on share prices, since share prices correspond to the present value of future dividends. An increase like this in share prices lowers the cost of capital for businesses, and supports their investments (like traditional capital, but via a different mechanism, as higher share prices make share issues more attractive). The second suggests that household consumption may also benefit from lower interest rates: the increase in the prices of financial or property assets resulting from lower interest rates increases their total value and promotes consumption. In a model where households seek to smooth consumption over the life cycle, they spend more when their wealth rises.

Quels sont les risques d'une extension du QE ?

par Christophe Blot, Paul Hubert et Fabien Labondance

A l'issue de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs du 22 octobre, Mario Draghi a indiqué que la BCE réexaminerait, ce jeudi 3 décembre, l'orientation de sa politique monétaire à l'aune des développements économiques et financiers et des nouvelles prévisions du staff de l'Eurosystème qui seront divulguées à cette occasion. Le principal enjeu de cette réunion est de savoir si la BCE mettra en œuvre de nouvelles mesures de soutien à l'activité. Elle pourrait par exemple annoncer une nouvelle baisse du taux des facilités de dépôts ou une extension du programme d'assouplissement quantitatif (*QE*). La BCE a jusqu'ici pris soin de montrer sa détermination à remplir son objectif premier de stabilité des prix, quitte à essuyer en retour certaines critiques arguant que ces vagues d'expansion monétaire n'ont que peu d'effet sur l'inflation mais alimentent des bulles de prix d'actifs.

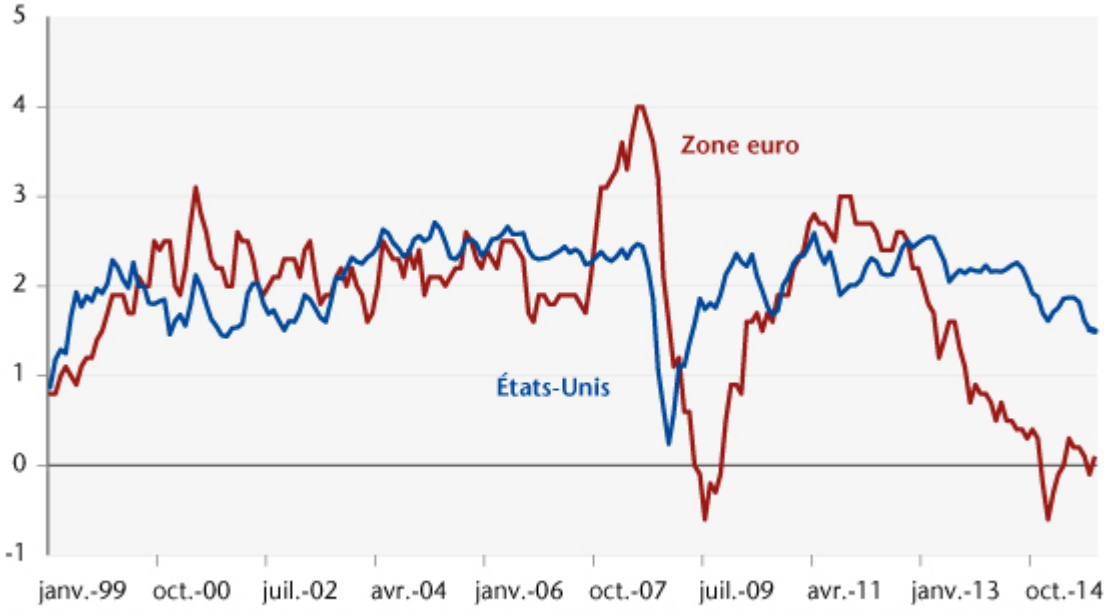
Avec un taux d'inflation de 0,1 % en octobre, la BCE est loin de satisfaire son objectif d'inflation à moyen terme, proche mais inférieur à 2 %. Si la faiblesse de l'inflation en zone euro s'explique en partie par la baisse du prix du pétrole, il n'en demeure pas moins que même corrigée des composantes énergie et alimentaire, l'inflation – dite sous-jacente – ne dépasse pas 1 % depuis septembre 2013, ce qui reflète bien une situation persistante de faible inflation. Notons que le chiffre du mois d'octobre correspond à la dernière valeur observée de l'inflation et ne renseigne qu'imparfaitement de son évolution à moyen terme. C'est pourquoi, les banques centrales sont particulièrement attentives aux évolutions

anticipées de l'inflation. Or, les indicateurs de marché indiquent un nouveau repli des anticipations d'inflation à long terme alors qu'elles avaient augmenté en janvier après l'annonce du *QE* (voir graphique). Ainsi, alors que la reprise ne se confirme que très doucement dans la zone euro, les craintes d'une situation déflationniste ne sont pas écartées, ce qui devrait pousser la BCE à amplifier son soutien. Dans une analyse précédente, partant des expériences d'assouplissement quantitatif menées par la Réserve fédérale américaine ou la Banque d'Angleterre, nous soulignions les effets positifs attendus du *QE* dans la zone euro. La dynamique du taux de change de l'euro observée après l'annonce de la BCE en janvier 2015 et lors de la réunion d'octobre suggère un effet *via* le canal du taux de change.

Au-delà de ces canaux se pose la question de l'effet du *QE* sur les prix d'actifs. Plusieurs travaux montrent qu'une politique monétaire expansionniste *via* des achats d'actifs soutient les conditions financières et entraîne une hausse des prix d'actifs. Néanmoins, certains s'inquiètent aussi des risques associés à ces opérations annonçant qu'elles alimenteraient des bulles de prix d'actifs, c'est-à-dire une augmentation des prix non justifiée par les fondamentaux de l'économie. Pourtant, ce genre d'analyse s'appuie uniquement sur la montée des cours boursiers pour avancer de tels arguments. Dans une étude **publiée récemment, (*Revue de l'OFCE*, n°144, novembre 2015)** nous nous intéressons aux effets de la politique monétaire sur 3 prix d'actifs dans la zone euro : les cours boursier, obligataire et immobilier. Notre analyse suggère que les décisions de politique monétaire n'auraient pas d'impact sur la composante des prix d'actifs non-expliquée par les fondamentaux. Ainsi, une baisse des taux d'intérêt ne semble pas alimenter les bulles, de même qu'un durcissement de politique monétaire ne conduit pas à une baisse au-delà ce qu'indiquent les déterminants usuels des prix d'actifs. Alors que le canal du prix des actifs[1] semble bien à l'œuvre, la politique monétaire n'a pas d'effets additionnels sur la

composante des prix d’actifs non-expliquée par les fondamentaux.

Graphique. Anticipations d’inflation à long terme



Note : Les anticipations sont ici mesurées à partir de l’écart entre les rendements des obligations à 10 ans non-indexées et indexées. La mesure ainsi obtenue reflète l’inflation anticipée sur cet horizon de 10 ans.
Source : BCE, Réserve fédérale.

---

[1] Ce canal peut-être décomposé en deux : le canal du Q de Tobin et le canal des effets de richesse. Le premier suggère qu’une baisse des taux d’intérêt est susceptible d’avoir un effet favorable sur les cours des actions dans la mesure où le prix d’une action correspond à la valeur actualisée des dividendes futurs. Cette augmentation du prix des actions diminue le coût des fonds propres pour les entreprises et soutient leurs investissements (à l’instar du capital traditionnel mais *via* un mécanisme différent, la hausse des cours boursiers rendant les émissions d’actions plus attractives). Le second suggère que la consommation des ménages peut aussi tirer profit d’une baisse des taux d’intérêt : l’augmentation du prix des actifs financiers ou immobiliers résultant d’une baisse des taux d’intérêt augmente la valeur de leur patrimoine et soutient leur consommation. Dans un modèle où les ménages cherchent à lisser leur

consommation sur le cycle de vie, ils dépensent davantage lorsque leur richesse augmente.

Toujours plus négatif ?

par Christophe Blot, Paul Hubert et Fabien Labondance

A la suite du dernier Conseil des gouverneurs qui s'est tenu le jeudi 22 octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a laissé ses taux directeurs inchangés, mais Mario Draghi a laissé entendre lors de la conférence de presse qui a suivi que de nouveaux développements dans la politique monétaire de la zone euro pourraient être apportés lors de la prochaine réunion du 3 décembre.

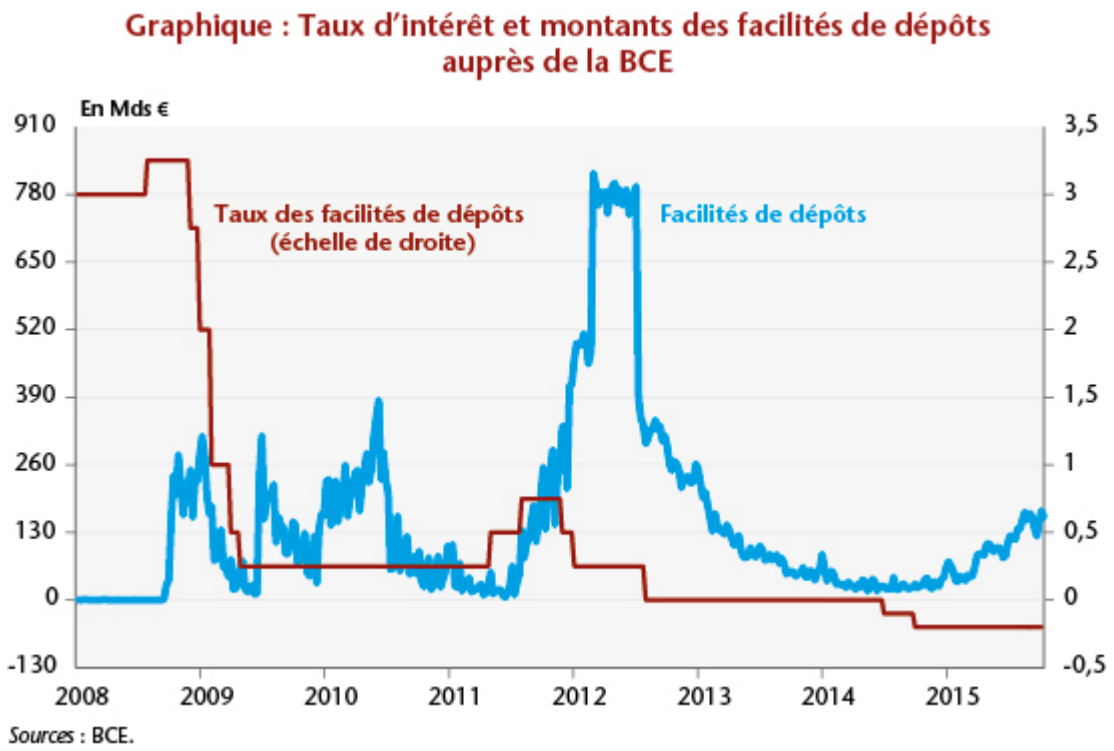
L'évaluation de la conjoncture faite par la BCE est claire, autant du côté de la croissance : « *Les risques pour les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, traduisant notamment les incertitudes accrues entourant les évolutions dans les économies de marché émergentes* » que de l'inflation: « *Des risques découlant des perspectives économiques ainsi que des évolutions sur les marchés financiers et des matières premières pourraient toutefois ralentir davantage encore la hausse progressive des taux d'inflation vers des niveaux plus proches de 2 %* ». Ce diagnostic montre donc qu'étant donné l'orientation actuelle de la politique monétaire, la BCE ne semble pas en mesure d'atteindre son objectif principal, à savoir une inflation proche de 2 % à moyen terme.

Sur cette base, Mario Draghi a annoncé qu' « *il y avait eu une discussion très riche sur tous les instruments monétaires qui pourraient être utilisés (…) et la conclusion était : nous sommes prêts à agir si nécessaire* », et que la BCE n'était pas

dans une situation de « *wait and see* » (attendre et voir), mais de « *work and assess* » (travailler et évaluer). De telles déclarations laissent penser que la BCE annoncera de nouvelles mesures pour atteindre son objectif. Se pose alors la question des instruments qui pourraient être utilisés. Si le programme de *Quantitative Easing (QE)* pourrait être étendu dans le temps, à différents actifs ou en montant, un autre outil semble aussi émerger.

Pour tenter de relancer le crédit et l'activité dans la zone euro, la BCE a essayé depuis le début de la crise d'inciter les banques commerciales à placer le moins de liquidités possibles à son propre bilan *via* les facilités de dépôts[1], ce qui constitue le placement le plus sûr pour les banques commerciales. Cette raison a poussé la BCE, en juin 2014, à fixer un taux d'intérêt négatif pour les facilités de dépôts.

Si cette stratégie a semble-t-il fonctionné dans un premier temps, on observe depuis mars 2015 une nouvelle augmentation des montants placés par les banques commerciales au titre des facilités de dépôts (graphique 1). Ainsi, la semaine du 27 février 2015, 37 milliards d'euros étaient placés en facilité de dépôts, ce montant grimpe à environ 160 milliards d'euros la semaine du 16 octobre 2015.



Sans atteindre les records passés (800 milliards d'euros en 2012), cela indique très certainement qu'une partie des injections massives de liquidité dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de la BCE (60 milliards par mois depuis mars 2015) demeure inemployée et retourne même au bilan de la BCE. Les banques commerciales continuent de rechercher des placements sans risque, même à des rendements négatifs. Ainsi, les facilités de dépôts de la BCE représentent un placement sûr au même titre par exemple que les bons du Trésor français qui s'échangent à des taux d'intérêts négatifs jusqu'à l'échéance de 2 ans.

Dès lors, parmi les nouvelles mesures qui seront très certainement annoncées le 3 décembre prochain existe la possibilité de diminuer encore les taux négatifs sur les facilités de dépôts. Ainsi, une nouvelle baisse des taux sur les facilités de dépôts devrait augmenter l'incitation des banques à trouver des formes alternatives et plus rémunératrices de placement de leurs liquidités excédentaires. De là à stimuler le crédit, le chemin restera cependant encore assez long. Mais cette incitation ne sera efficace qu'à condition que les opportunités de prêts apparaissent moins

risquées pour les banques commerciales, ce qui passe par un retour de la croissance européenne. A défaut, les limites de l'efficacité de la politique monétaire apparaîtront de plus en plus flagrantes.

---

[1] Dispositif par lequel les banques commerciales peuvent laisser des liquidités en dépôt auprès de la BCE pour une durée de 24 heures.

L'éternel débat sur le « modèle » allemand

par Christophe Blot, Odile Chagny et Sabine Le Bayon

Le modèle économique et social allemand suscite bien souvent les passions dans le débat économique français. Les regards portés sur notre voisin oscillent entre une vision panégyrique et la critique d'un modèle supposé mercantiliste qui conduirait l'Europe à l'abîme. Mais qu'est-ce qu'un modèle économique et social ? Il s'agit d'une notion complexe qui ne peut se réduire à quelques chiffres ou quelques décisions de politiques économiques. Un modèle est la résultante d'institutions, d'une histoire économique et sociale. Dans un ouvrage paru récemment, nous proposons une analyse des évolutions récentes et des transformations qu'a connues l'Allemagne au cours des dernières décennies. Comprendre la situation présente et les positions allemandes dans le débat

de politique économique nécessite un examen de l’histoire économique et sociale récente, des contraintes auxquelles le pays a fait face et des défis qui émergent pour demain. Notre objectif est d’améliorer notre compréhension du modèle allemand en insistant notamment sur les similitudes et les différences de ce modèle avec celui de la France. Et puisque notre voisin tient une place importante dans le débat public, il nous semble nécessaire non pas de réfléchir à la transposition de telle ou telle réforme, de reproduire telle ou telle caractéristique, mais d’expliciter l’inhérente complexité d’un pays. C’est la condition indispensable pour éclairer le débat politique, économique et social.

Notre analyse rappelle que la position de l’Allemagne au sein de l’Europe n’a pas toujours été favorable. L’économie allemande fut en effet fragilisée par trois changements majeurs – les politiques de désinflation compétitive menées en Europe à partir des années 1980, la réunification et la mondialisation – qui se sont traduits par une détérioration relative de la position de l’Allemagne, qui fut alors qualifiée d’homme malade de l’Europe à la fin des années 1990. C’est dans ce contexte très particulier que fut adopté l’Agenda 2010. Mais si la vague de réformes qui l’ont accompagné témoigne bien d’une rupture, celle-ci est probablement plus politique qu’économique. Bien que le retour de la croissance et la réduction du taux de chômage coïncident avec l’adoption des réformes, l’amélioration des performances économiques est avant tout liée à la mutation opérée au sein du modèle avant la mise en œuvre de ces réformes. Il en a résulté une modération salariale de long terme facilitée par l’autonomie des partenaires sociaux en matière de conditions de travail. En outre, cette mutation est intervenue dans un contexte marqué par une demande accrue de la part des pays émergents dont les entreprises allemandes ont sans doute mieux tiré profit que leurs homologues européennes. Enfin, les ressorts de l’industrie et de la compétitivité de l’Allemagne s’appuient également sur une forte dimension microéconomique

liée à un tissu productif dont la gouvernance est orientée vers le long terme et qui contribue à faire de l'Allemagne une hyperpuissance économique. Ce mouvement s'est toutefois accompagné, voire a bénéficié, d'une montée des inégalités sans précédent dans le pays. Dix ans après les réformes Hartz du marché du travail, le débat porte sur la nécessité de renforcer l'État social, comme l'illustre l'adoption, en juillet 2014, de la loi sur le salaire minimum qui constitue une autre forme de rupture dans un pays profondément attaché à l'autonomie des partenaires sociaux en matière de détermination des conditions de travail. Au-delà, le débat sur l'Etat social doit permettre de créer ou recréer des espaces de solidarité entre les gagnants et les perdants de l'hyper puissance industrielle et exportatrice allemande, héritée des transformations de ces deux dernières décennies.

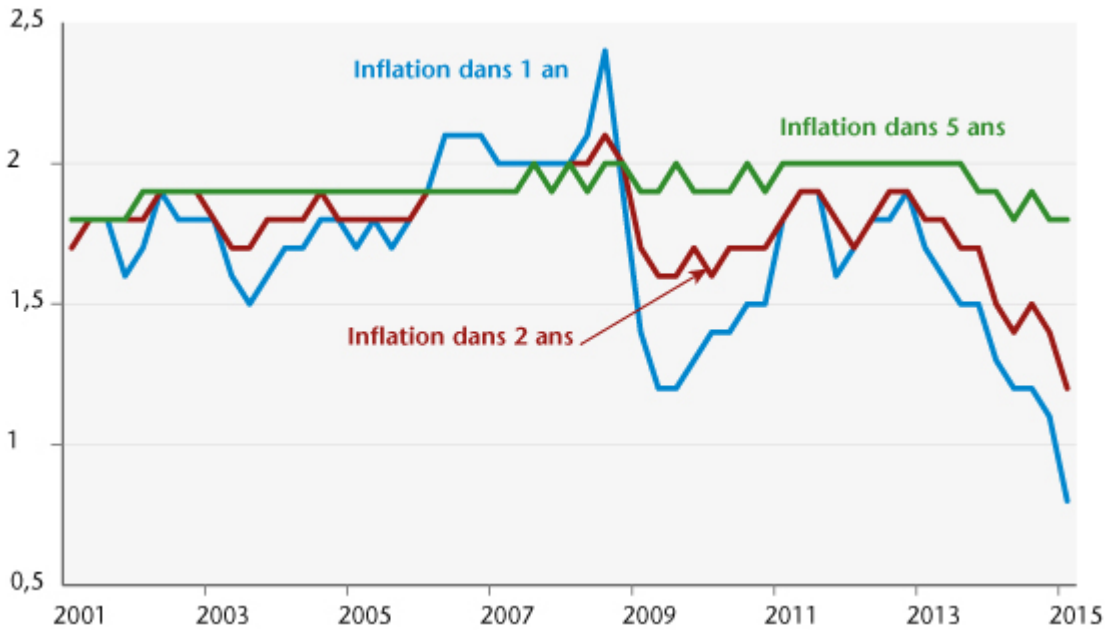
Exercices d'assouplissement à la BCE : il n'y a pas d'âge pour commencer

par Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert et Fabien Labondance

La décision de la BCE de lancer un plan d'assouplissement quantitatif (*QE*) était largement anticipée. En effet, Mario Draghi avait répété à plusieurs reprises au cours du deuxième semestre 2014 que le Conseil des gouverneurs était unanime dans son engagement à mettre en œuvre les mesures nécessaires, dans le respect de son mandat, pour lutter contre le risque d'un ralentissement prolongé de l'inflation. De par l'ampleur et la nature du plan annoncé le 22 janvier 2014, la BCE envoie

un signal fort, bien que peut-être tardif, de son engagement à lutter contre le risque déflationniste qui s'est amplifié dans la zone euro, ainsi qu'en atteste notamment le décrochage des anticipations d'inflation aux horizons d'un et deux ans (graphique 1). Dans l'étude spéciale intitulée « Que peut-on attendre du l'assouplissement quantitatif de la BCE ? », nous clarifions les conséquences de cette nouvelle stratégie en explicitant les mécanismes de transmission de l'assouplissement quantitatif, et en se référant aux nombreuses études empiriques sur les précédents assouplissements intervenus aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Japon.

Graphique : Anticipations d'inflation dans la zone euro



Source : BCE (Survey of Professional Forecasters).

Les modalités de l'assouplissement quantitatif décidées par la BCE sont en effet proches de celles adoptées par d'autres banques centrales, en particulier la Réserve fédérale ou la Banque d'Angleterre, ce qui légitime les comparaisons. Il ressort des expériences américaines, britanniques et japonaises que les mesures mises en œuvre ont conduit à une

baisse des taux d'intérêt souverains et plus généralement à une amélioration des conditions financières dans l'ensemble de l'économie[1]. Ces effets ont notamment résulté d'un signal sur l'orientation présente et future de la politique monétaire et d'une réallocation des portefeuilles des investisseurs. Certaines études[2] montrent également que le *QE* américain a provoqué une dépréciation du dollar. La transmission du *QE* de la BCE à cette variable pourrait être primordiale dans le cas de la zone euro. Une analyse en termes de modèles VAR montre en effet que les mesures de politique monétaire prises par la BCE ont un impact significatif sur l'euro mais également sur l'inflation et les anticipations d'inflation. Il est vraisemblable que les effets de la dépréciation de l'euro sur l'activité économique européenne seront positifs (cf. Bruno Ducoudré et Eric Heyer), ce qui rendra plus aisé pour Mario Draghi le retour de l'inflation à sa cible. La mesure aurait donc bien les effets positifs attendus ; cependant, on pourra regretter qu'elle n'ait pas été mise en œuvre plus tôt, quand la zone euro était engluée dans la récession. L'inflation dans la zone euro n'a cessé de baisser depuis la fin de l'année 2011, témoignant mois après mois d'un risque déflationniste croissant. De fait, la mise en œuvre du *QE* à partir de mars 2015 permettra de consolider et d'amplifier une reprise qui aurait sans doute eu lieu de toute façon. Mieux vaut tard que jamais !

[1] L'impact final sur l'économie réelle est cependant plus incertain notamment parce que la demande de crédit est restée atone.

[2] Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J. et Sack, B. (2011). "The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases," *International Journal of Central Banking*, vol. 7(10), pp. 3-43.

La BCE est-elle impuissante ?

Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert et Fabien Labondance

En juin 2014, la BCE annonçait un ensemble de nouvelles mesures (dont la description détaillée est proposée dans une étude spéciale intitulée « Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? », *Revue de l'OFCE,* n°136), afin d'enrayer la baisse de l'inflation et soutenir la croissance. Mario Draghi avait ensuite précisé les objectifs de sa politique monétaire indiquant que la BCE souhaitait augmenter son bilan de 1 000 milliards d'euros pour retrouver un niveau proche de celui observé au cours de l'été 2012. Parmi les mesures mises en œuvre, beaucoup était attendu de la nouvelle opération de refinancement (TLTRO pour *targeted long-term refinancing operation*) qui doit permettre aux banques de la zone euro d'accéder au refinancement de la BCE sur une maturité de 4 ans en contrepartie de l'octroi de crédits au secteur privé (hors prêts immobiliers). Pourtant, après les deux premières allocations (24 septembre 2014 et 11

décembre 2014), le bilan est plus que mitigé, les montants alloués étant bien inférieurs aux attentes. Cette situation témoigne de la difficulté de la BCE à lutter efficacement contre le risque déflationniste.

En effet, après avoir alloué 82,6 milliards d'euros en septembre (contre un montant anticipé compris entre 130 et 150 milliards), la BCE n'a octroyé « que » 130 milliards le 11 décembre, soit un chiffre à nouveau inférieur à ce qui avait été anticipé. On est donc bien loin du montant maximum de 400 milliards d'euros qui avaient été évoqué par Mario Draghi en juin 2014 pour ces deux opérations. De plus, ces deux premières allocations sont clairement insuffisantes pour doper significativement le bilan de la BCE (graphique 1), et ce d'autant plus que les banques continuent à rembourser les prêts à trois ans qu'elles avaient obtenus fin 2011 et début 2012 dans le cadre du programme VLTRO (very *long term refinancing operation*)[1]. Comment expliquer la réticence des banques à recourir à cette opération qui leur permet pourtant de refinancer les crédits octroyés à un taux très bas et pour une durée de 4 ans ?

La première tient au fait que les banques ont déjà un accès très large et très avantageux aux liquidités de la BCE dans le cadre des opérations de politique monétaire déjà mises en œuvre par la BCE[2]. Ces opérations sont même actuellement assorties d'un taux d'intérêt plus faible que celui du TLTRO (0,05 % contre 0,15 %). De même, le TLTRO n'est pas plus attractif que certains financements de marché à long terme, surtout que de nombreuses banques n'ont pas de contraintes de financement. L'intérêt du TLTRO est donc marginal, lié à la maturité de l'opération, et plus contraignant car conditionnel à la distribution de crédit. Pour les deux premières opérations menées en septembre et décembre 2014, l'allocation ne pouvait dépasser 7 % de l'encours de prêts au secteur privé non-financier de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement, au 30 avril 2014. De nouvelles séries de TLTRO

seront menées entre mars 2015 et juin 2016, sur un rythme trimestriel. Le montant maximum pouvant être alloué aux banques dépendra cette fois-ci de la croissance de l'encours de prêts au secteur privé non-financier de la zone euro, à l'exclusion des prêts au logement, entre la date du 30 avril 2014 et celle de l'adjudication considérée.

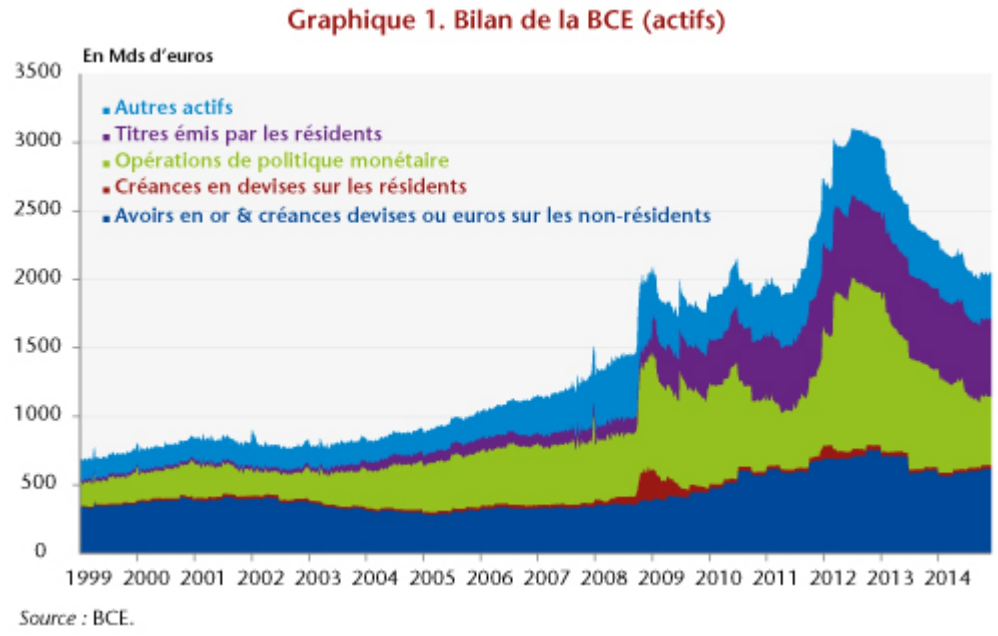
La deuxième raison tient au fait que la faiblesse du crédit dans la zone euro ne résulte pas uniquement des facteurs d'offre mais aussi de la demande. Le peu d'activité et l'objectif de désendettement des agents privés limitent la demande de crédit.

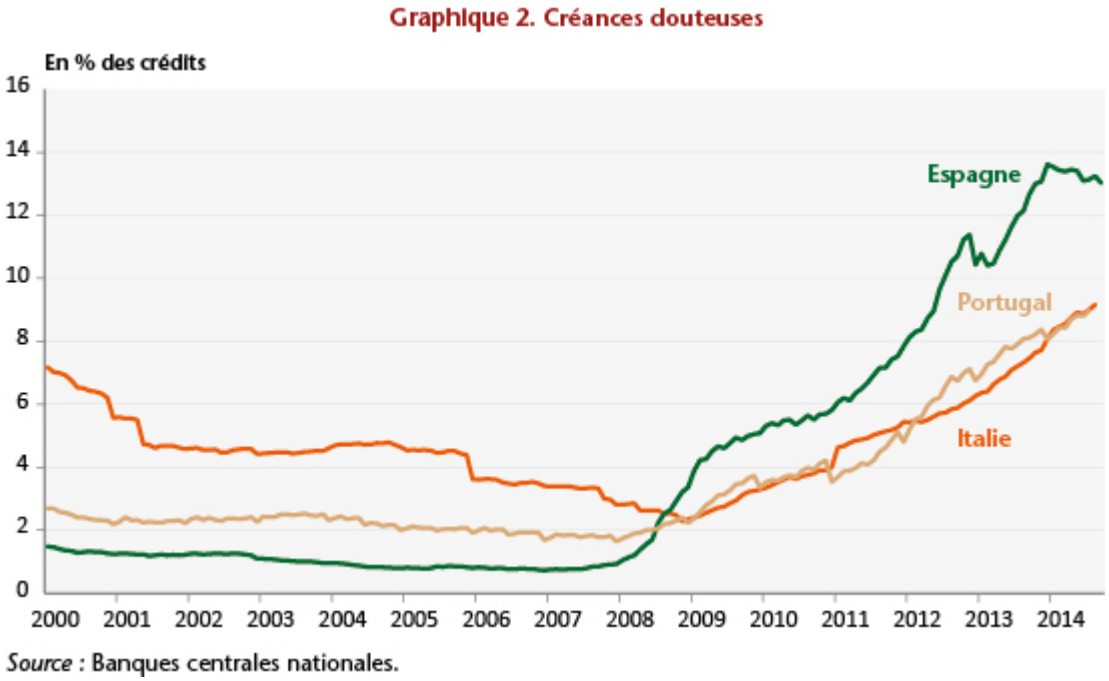
Troisièmement, au-delà de la capacité des banques à se refinancer, il est possible que les banques cherchent à réduire leur exposition au risque. Le problème est alors lié à leurs actifs. Or, les prêts non-performants se situent toujours à un niveau très élevé, notamment en Espagne et en Italie (graphique 2). En outre, bien que l'AQR (*Asset Quality Review*) menée par la BCE ait révélé que les risques d'insolvabilité étaient limités dans la zone euro, le rapport souligne également que certaines banques ont des niveaux de leviers élevés et qu'elles ont surtout utilisé les liquidités pour acheter des titres obligataires publics, afin de satisfaire leurs exigences de fonds propres. Elles réduisent alors le risque de leur bilan en limitant les crédits octroyés au secteur privé.

Enfin, deux éléments d'incertitude viennent réduire la participation des banques au TLTRO. Le premier concerne la stigmatisation liée à la conditionnalité du TLTRO et au fait que les banques qui ne respecteraient pas leurs engagements de distribution de crédit seront tenues de rembourser les financements obtenus auprès de la BCE après deux années. Les banques ayant des perspectives incertaines sur leur capacité à augmenter leurs prêts peuvent ainsi souhaiter éviter la perspective d'avoir à rembourser ces fonds plus tôt. Le second est lié aux incertitudes concernant les programmes d'achats

d’ABS et de *Covered Bonds*[3]. Les banques pourraient également privilégier ces programmes pour obtenir des liquidités en contrepartie de la cession d’actifs dont elles souhaiteraient se débarrasser.

La politique monétaire est-elle devenue totalement inefficace ? La réponse est très certainement non, puisqu’en offrant aux banques la garantie qu’elles pourront refinancer leur activité *via* différents programmes (TLTRO, ABS, Covered Bonds, etc.), la BCE réduit les risques de rationnement du crédit liés aux passifs dégradés de certaines banques. La politique monétaire permet ainsi de rendre plus opérant le canal du crédit. Mais ses effets demeurent néanmoins limités, comme le suggèrent Bech, Gambacorta et Kharroubi (2012) qui montrent que la politique monétaire est moins efficace dans les périodes de reprise qui suivent une crise financière. Peut-on sortir de cette impasse ? Ce constat sur l’efficacité de la politique monétaire montre qu’il ne faut pas trop et tout attendre de la BCE. Il reste donc essentiel de compléter le soutien à l’activité par une politique budgétaire expansionniste à l’échelle de la zone euro. C’est aussi ce qu’affirmait le Président de la BCE pendant l’été lors de la conférence de Jackson Hole déclarant que « Les politiques de demande sont non seulement justifiées par la composante cyclique du chômage mais également parce que dans un contexte d’incertitude, elles permettent de se prémunir contre le risque d’effet d’hystérèse[4] ».





---

[1] Voir dans la *Revue de l'OFCE* n°136, l'étude spéciale « Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? » pour un exposé des différentes mesures de politique monétaire mises en place par la BCE depuis le début de la crise financière et une estimation de leur impact sur la

sphère réelle.

[2] Cela inclut les opérations standards de politique monétaire ainsi que l'opération VLTRO par laquelle la BCE avait octroyé des liquidités pour une durée exceptionnelle de 3 ans en décembre 2011 et février 2012.

[3] Il s'agit ici de programmes d'achat de titres sur les marchés et non de liquidités octroyées directement aux banques. Les *Covered bonds* et les ABS sont des titres gagés sur des actifs et dont la rémunération dépend de celle de l'actif sous-jacent qui est nécessairement un crédit hypothécaire dans le cas des *Covered bonds* et qui peut inclure d'autres types de crédits (cartes de crédit, crédits de trésorerie aux entreprises, …) dans le cas des ABS.

[4] "Demand side policies are not only justified by the significant cyclical component in unemployment. They are also relevant because, given prevailing uncertainty, they help insure against the risk that a weak economy is contributing to hysteresis effects."

---

iAGS 2015 : Une Europe divisée et à bout de souffle

par Christophe Blot, Jérôme Creel, Xavier Timbeau

L'Europe se trouve dans une situation critique qui nécessite un changement de politique économique. Toutes les possibilités doivent être envisagées. Des mesures non-conventionnelles ou extra-ordinaires doivent être prises pour éviter un nouvel échec et échapper à la menace de stagnation séculaire. C'est précisément l'objet du troisième rapport indépendant sur la

croissance annuelle (résumé dans la dernière *Note de l'OFCE* n° 47 du 15 décembre 2014 – en réponse au Rapport sur la croissance annuelle publié par la Commission européenne – de faire une analyse critique de la stratégie macroéconomique européenne et de proposer des solutions alternatives.

L'incapacité à sortir durablement de la crise laisse de nombreuses séquelles sur le plan économique, social et politique. Le chômage reste à un niveau historique, ce qui accroît les inégalités et interrompt le processus de convergence entre les régions européennes. Les pressions à la baisse sur les salaires et le besoin de réduire les déséquilibres intra-zone euro nourrissent la déflation. Le désendettement public ou privé n'est pas achevé et la perspective d'une baisse des prix crée un cercle vicieux par lequel la stagnation va se prolonger. Le projet européen d'une économie prospère et intégrée ne saurait progresser si la reprise échoue une nouvelle fois.

La politique monétaire ne peut résoudre à elle seule l'ensemble des problèmes de la zone euro. La coordination des politiques budgétaires est encore déficiente et biaisée en faveur d'une réduction rapide des déficits budgétaires et de la dette publique. Ces biais doivent être corrigés. La gravité de la situation économique impose plus qu'une simple atténuation de la consolidation budgétaire. Il faut à la fois maintenir les avancées fragiles de la discipline budgétaire et de la solidarité financière naissante entre les Etats membres, mais aussi pouvoir produire le stimulus nécessaire à la sortie de la crise. Il faut profiter de l'opportunité offerte par des taux d'intérêt souverains bas : les multiplicateurs d'investissement public sont très élevés, évalués à 3 par le FMI, et les besoins d'investissements sont nombreux après leur diminution notable au cours des précédentes années et la nécessaire transition vers une économie à bas carbone.

Le Plan Juncker pourrait être un premier pas en ce sens puisqu'il envisagerait d'exclure les contributions des Etats

membres de la définition du déficit ou de la dette utilisée pour le respect des règles en vigueur (principe de neutralisation). Ce premier pas, jouant sur des montants de financement clairement insuffisants, ouvre cependant la voie pour mettre en œuvre une politique budgétaire expansionniste au niveau agrégé tout en maintenant les contraintes sur les politiques budgétaires nationales. Les réformes structurelles ne peuvent être des substituts au besoin de relance, notamment parce que leurs effets à court terme sur les prix et l'activité peuvent être négatifs et que leurs effets positifs sont longs à se produire.

Reprise avortée

Christophe Blot

Ce texte renvoie à l'article « Le piège de la déflation : perspectives 2014-2015 pour l'économie mondiale » rédigé par Céline Antonin, Christophe Blot, Amel Falah, Sabine Le Bayon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart et Xavier Timbeau.

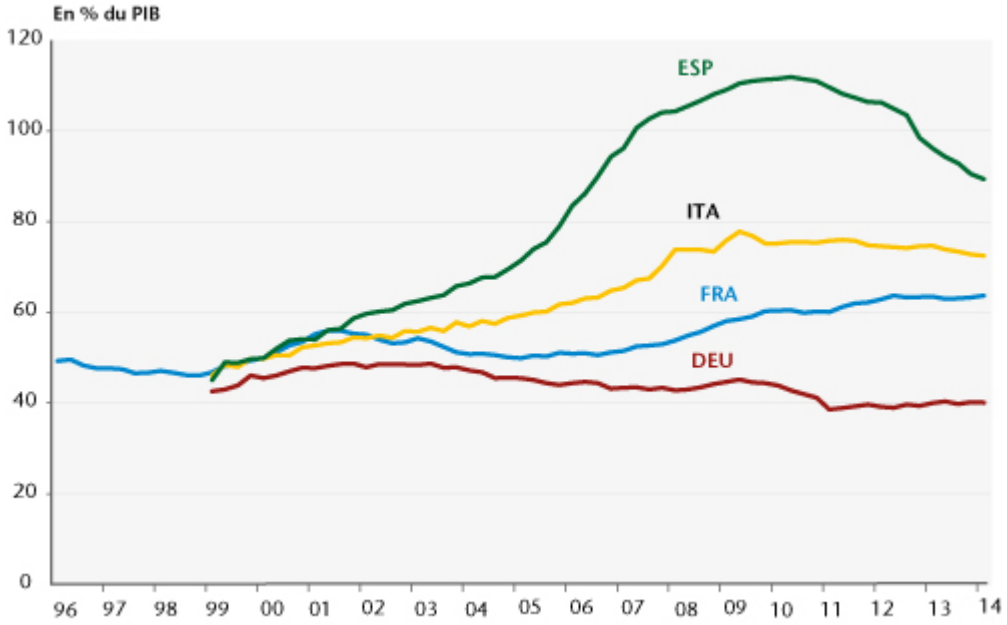
Selon le communiqué d'Eurostat publié le 14 novembre 2014, la croissance du PIB de la zone euro s'élève à 0,2 % au troisième trimestre 2014. Dans le même temps, l'inflation s'est stabilisée en octobre au niveau très faible de 0,4 %. Bien que les perspectives d'une nouvelle récession soient écartées pour l'instant, le FMI évalue en effet la probabilité de récession dans la zone euro entre 35 et 40 %. Ces mauvais chiffres reflètent l'absence de reprise dans la zone euro et ne permettent donc pas une décrue rapide du chômage. Quels enseignements pouvons-nous en tirer ? A court terme, l'atonie de l'activité s'explique par trois facteurs qui ont pesé

négativement sur la croissance. Tout d'abord, bien que moindre qu'en 2013, la consolidation budgétaire s'est poursuivie en 2014 dans un contexte où les multiplicateurs restent élevés. Ensuite, malgré la baisse des taux d'intérêt publics à long terme du fait de la fin des tensions sur les dettes souveraines, les conditions de financement appliquées aux ménages et aux entreprises de la zone euro se sont dégradées parce que les banques n'ont pas répercuté systématiquement la baisse des taux longs et parce que la moindre inflation induit un durcissement des conditions monétaires réelles. Enfin, l'euro s'est apprécié de plus de 10 % entre juillet 2012 et le début de l'année 2014. Bien que cette appréciation reflète la fin des tensions sur les marchés obligataires de la zone euro, elle a pénalisé les exportations. Au-delà de ces facteurs de court terme, les chiffres récents pourraient être les prémisses d'une longue phase de croissance modérée et d'inflation basse, voire de déflation dans la zone euro.

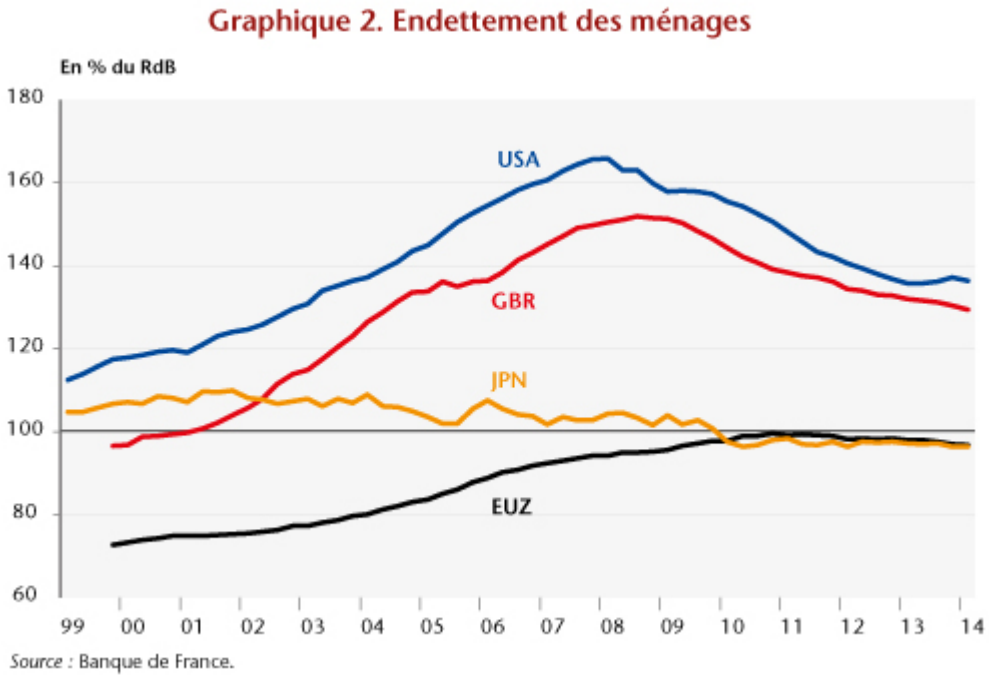
En effet, après une période de fort accroissement de la dette (graphiques), la situation financière des ménages et des entreprises en zone euro s'est dégradée depuis 2008 du fait des crises successives – crise financière, crise budgétaire, crise bancaire et crise économique. La dégradation de la santé financière des agents non-financiers a réduit leur capacité à demander des crédits. Par ailleurs, les ménages peuvent être contraints de réduire leurs dépenses de consommation, et les entreprises leurs décisions d'investissement et d'emplois afin de réduire leur endettement. S'ajoute à cela la fragilité de certaines banques qui doivent absorber un montant élevé de créances douteuses, ce qui les conduit à restreindre l'offre de crédit, comme en témoigne la dernière enquête SAFE réalisée par la BCE auprès des PME. Dans ce contexte où les agents privés privilégient le désendettement, le rôle de la politique budgétaire devrait être crucial. Il n'en est rien dans la zone euro en raison du souhait de consolider la trajectoire de finances publiques, au détriment de l'objectif de croissance[1]. En outre, alors que de nombreux pays pourraient

sortir de la procédure de déficit excessif en 2015[2], la consolidation devrait se poursuivre en raison des règles du TSCG (Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) qui imposent aux pays membres un ajustement budgétaire afin de ramener la dette publique jusqu'au seuil de 60 % en 20 ans[3]. Dans ces conditions, la reprise serait de nouveau retardée et la zone euro pourrait se retrouver enfermée dans le piège de la déflation. L'absence de croissance et le niveau élevé du chômage créent des pressions à la baisse sur les prix et salaires, pressions exacerbées par des dévaluations internes qui sont les seules solutions adoptées pour améliorer la compétitivité et regagner quelques parts de marché. Cette réduction de l'inflation rend encore plus long et plus difficile le processus de désendettement ; elle réduit la demande et renforce le processus déflationniste. L'expérience japonaise des années 1990 montre malheureusement que l'on sort difficilement d'une telle situation.

Graphique 1. Dette des Sociétés non financières



Source : Banque de France.



---

[1] Les coûts de cette stratégie ont été évalués dans les deux précédents rapports iAGS (voir ici).

[2] La France et l'Espagne seraient cependant deux exceptions importantes avec un déficit budgétaire qui s'élèverait respectivement à 4 et 4,2 % en 2015.

[3] Voir le post de Raul Sampognaro pour un éclairage concernant le cas précis de l'Italie.

La croissance de la zone euro dépend-elle vraiment d'une

hypothétique relance budgétaire allemande ?

par Christophe Blot et Jérôme Creel

Le débat sur les politiques économiques en Europe a été relancé cet été par Mario Draghi, lors du désormais traditionnel symposium de Jackson Hole, qui réunit notamment les principaux banquiers centraux de la planète. Malgré cela, il semble que les uns (Wolfgang Schaüble, Ministre allemand des finances) et les autres (Christine Lagarde, directrice du FMI) continuent de camper sur leurs positions : discipline budgétaire et réformes structurelles, d'un côté ; relance de la demande et réformes structurelles, de l'autre. La différence est certes ténue, mais elle a ouvert la voie à ce que Mme Lagarde a dénommé « des marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Elle vise en particulier l'Allemagne, mais a-t-elle effectivement raison ?

Dans l'interview accordée au quotidien *Les Echos*, Christine Lagarde déclarait que l'Allemagne « dispose très probablement de marges de manœuvre budgétaires pour soutenir la reprise européenne ». Force est de constater que la zone euro est toujours en panne de croissance (au deuxième trimestre 2014, le PIB est encore inférieur de 2,4 % à son niveau d'avant-crise, au premier trimestre 2008). Malgré les baisses de taux d'intérêt décidées par la BCE et les mesures exceptionnelles qu'elle continue de prendre, le moteur de la croissance européenne reste entravé par l'insuffisance de la demande à court terme, résultant principalement de politiques budgétaires globalement restrictives à l'échelle de la zone euro. Dans le contexte actuel, le soutien de la croissance par des politiques budgétaires plus expansionnistes se heurte aux contraintes budgétaires et à la volonté politique de poursuivre la réduction des déficits. Les contraintes budgétaires peuvent être réelles pour les pays très fortement

endettés et ayant perdu l'accès au marché, telle la Grèce. Elles sont plutôt de nature institutionnelle pour les pays capables d'émettre des titres de dette publique à des taux historiquement très faibles, telle la France. Selon Mme Lagarde, l'Allemagne disposerait de marges de manœuvre faisant de cette économie le seul moteur potentiel de la reprise européenne. Une analyse plus fine des effets – internes et de débordement vers les partenaires européens – de la politique budgétaire invite toutefois à tempérer cet optimisme.

Les mécanismes qui fondent l'hypothèse d'une croissance tirée par l'Allemagne sont assez simples. Une politique budgétaire expansionniste outre-Rhin stimulerait la demande intérieure allemande, ce qui accroîtrait les importations et créerait des débouchés supplémentaires pour les entreprises des autres pays de la zone euro. En contrepartie, cependant, un tel effet pourrait être tempéré par une politique monétaire légèrement moins expansionniste : selon Martin Wolf, Mario Draghi n'a-t-il pas assuré que la BCE ferait tout ce qui est en son pouvoir pour assurer la stabilité des prix à moyen terme ?

Dans un document de travail récent de l'OFCE, nous avons tenté de capter ces différents effets, commerciaux et de politique monétaire, dans une maquette dynamique de la zone euro. Il en ressort qu'une impulsion budgétaire positive de 1 point de PIB en Allemagne pendant trois années consécutives (soit un plan de 27,5 milliards d'euros par an[1]), augmenterait la croissance de la zone euro de 0,2 point la première année. Cet effet n'est certes pas négligeable. Pour autant, il résulte exclusivement de la stimulation dont bénéficierait la croissance allemande et non des effets de débordement vers les partenaires européens de l'Allemagne. En effet, et à titre d'exemple, l'augmentation de la croissance espagnole serait dérisoire (0,03 point de croissance seulement la première année). La faiblesse des effets de débordement s'explique simplement par la valeur modérée du multiplicateur budgétaire[2] en Allemagne. En effet, la littérature récente

sur les multiplicateurs suggère que ceux-ci sont d'autant plus élevés que l'économie est en situation de basse conjoncture. Or selon les estimations d'écart de croissance retenues dans notre modèle, l'Allemagne ne serait pas dans ce cas si bien que la valeur du multiplicateur tomberait à 0,5 selon la calibration des effets multiplicateurs retenus pour nos simulations. Ainsi la croissance allemande augmentant de 0,5 point, l'effet de stimulation pour le reste de la zone euro est faible et dépend ensuite de la part de l'Allemagne dans les exportations de l'Espagne et du poids des exportations espagnoles dans le PIB espagnol. *In fine*, une relance allemande serait sans aucun doute une bonne nouvelle pour l'Allemagne mais les autres pays de la zone euro risquent d'être déçus comme ils le seront sans doute de la mise en œuvre du salaire minimum ainsi que le suggéraient Odile Chagny et Sabine Le Bayon dans un post récent, au moins à court terme. On peut certainement supposer qu'à plus long terme, la relance allemande contribuerait à augmenter les prix outre-Rhin, y dégradant la compétitivité et offrant ainsi un canal supplémentaire par lequel les autres pays de la zone euro pourraient bénéficier d'une plus forte croissance.

Et si le même montant d'impulsion budgétaire n'était pas utilisé en Allemagne, mais plutôt en Espagne où l'écart de croissance est plus important, qu'adviendrait-il ? De fait, la simulation d'un choc budgétaire équivalent (27,5 milliards par an pendant trois ans, soit 2,6 points de PIB espagnol) en Espagne aurait des effets bien plus bénéfiques, pour l'Espagne mais aussi pour la zone euro. Alors que dans le cas d'une relance allemande, la croissance de la zone euro augmenterait de 0,2 point les trois premières années, celle-ci augmenterait en moyenne de 0,5 point par an pendant trois ans dans l'éventualité d'une relance effectuée en Espagne. Ces simulations suggèrent que s'il faut relancer la croissance dans la zone euro, autant le faire dans les pays où le retard de croissance est le plus important. Il est plus efficace de dépenser des fonds publics en Espagne qu'en Allemagne.

A défaut de relâcher les contraintes budgétaires espagnoles, un plan de relance financé par un emprunt européen, et dont les principaux bénéficiaires seraient les pays les plus fortement touchés par la crise, serait sans aucun doute la meilleure solution pour que la zone euro s'engage enfin sur une trajectoire de reprise dynamique et pérenne. Les discussions françaises et allemandes autour d'une initiative pour l'investissement seront donc bienvenues. Espérons qu'elles puissent conduire à l'adoption d'un plan ambitieux pour relancer la croissance européenne.

Tableau. Impact d'une expansion budgétaire en Allemagne et en Espagne

En points

	Expansion budgétaire en Allemagne			Expansion budgétaire en Espagne		
	Croissance de l'Allemagne	Croissance de l'Espagne	Croissance de la Zone euro	Croissance de l'Allemagne	Croissance de l'Espagne	Croissance de la Zone euro
2013	0,5	0,0	0,2	0,0	4,9	0,5
2014	0,6	0,0	0,2	0,0	5,8	0,7
2015	0,5	0,0	0,2	0,0	2,8	0,4
2016	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1
2017	-0,6	0,0	-0,2	0,0	-2,6	-0,3
2018	-0,8	0,0	-0,2	0,0	-3,0	-0,3
2019	-0,7	0,0	-0,2	0,0	-2,9	-0,3

Source : iAGS model.

---

[1] La mesure est ensuite compensée de manière strictement équivalente de telle sorte que le choc correspond à un choc budgétaire transitoire.

[2] On rappelle que le multiplicateur budgétaire traduit l'impact de la politique budgétaire sur l'activité. Ainsi, pour un point de PIB de mesures budgétaires expansionnistes (respectivement restrictives), le niveau d'activité augmente (respectivement baisse) de k point.

Les enjeux du triple mandat de la BCE

par Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert et Fabien Labondance

La crise financière a initié un débat sur le rôle des banques centrales et la conduite de la politique monétaire avant, pendant et après les crises économiques. Le consensus qui prévalait sur le rôle des banques centrales s'est fissuré. L'objectif unique de stabilité des prix est remis en cause au profit d'un triple mandat incluant l'inflation, la croissance et la stabilité financière. C'est *de facto* l'orientation qui est donnée au rôle de la BCE. Nous évoquons cette situation dans l'un des articles d'un numéro de la revue de l'OFCE intitulé « Réformer l'Europe »[1], dans lequel nous discutons de la mise en œuvre de ces différents objectifs.

La poursuite du seul objectif de stabilité des prix est aujourd'hui insuffisante pour assurer la stabilité macroéconomique et financière[2]. Un nouveau paradigme émerge dans lequel les banques centrales doivent à la fois veiller à la stabilité des prix, à la croissance et à la stabilité financière. Les évolutions institutionnelles récentes de la BCE vont dans ce sens puisqu'elle se voit confier la surveillance micro-prudentielle[3]. En outre, la conduite de la politique monétaire dans la zone euro montre que la BCE est restée attentive à l'évolution de la croissance[4]. Mais si la BCE poursuit de fait un triple mandat, la question de la bonne articulation entre ces différentes missions continue de se poser.

La coordination entre les différents acteurs en charge de la

politique monétaire, de la régulation financière et de la politique budgétaire est primordiale et fait défaut dans l'architecture actuelle. Par ailleurs, certaines pratiques doivent être clarifiées. La BCE a joué un rôle de prêteur en dernier ressort (des banques et dans une moindre mesure des Etats) sans que cette fonction ne lui soit précisément attribuée. Enfin, dans ce nouveau schéma où la BCE joue un rôle accru dans la détermination de l'équilibre macroéconomique et financier de la zone euro, il nous semble nécessaire de renforcer le contrôle démocratique de la BCE. La définition des objectifs de la BCE dans le Traité de Maastricht lui laisse en effet une forte autonomie d'interprétation (voir notamment la discussion de Christophe Blot, ici). Par ailleurs, si la BCE rend compte régulièrement de son action auprès du Parlement européen, ce dernier n'a pas la possibilité de l'orienter [5].

A la suite de ces constats, nous évoquons plusieurs propositions afin d'articuler plus efficacement les trois objectifs poursuivis dorénavant par la BCE :

1 – Sans modification des traités en vigueur, il est important que les dirigeants de la BCE soient plus explicites dans les différents objectifs poursuivis[6]. La priorité annoncée à l'objectif de stabilité des prix ne semble désormais plus correspondre à la pratique de la politique monétaire : l'objectif d'écart de croissance semble primordial, tout comme celui de stabilité financière. Plus de transparence rendrait la politique monétaire plus crédible et certainement plus efficace à prévenir une autre crise bancaire et financière. Le recours à une politique de change[7] ne devrait plus être négligé car elle peut participer à la résorption des déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro.

2 – En l'absence d'une telle clarification, l'indépendance extensive de la BCE devrait être remise en cause afin de mieux correspondre aux standards internationaux en la matière. Les banques centrales disposent très rarement de l'indépendance

d’objectif : à titre d’exemple, la Réserve fédérale poursuit un double mandat explicite, tandis que la Banque d’Angleterre inscrit son action dans un ciblage d’inflation institutionnalisé. Un triple mandat explicite pourrait être imposé à la BCE par les gouvernements, à charge pour les dirigeants de la BCE d’arbitrer efficacement entre ces objectifs.

3 – La question de l’arbitrage devient effectivement plus délicate au gré de l’élévation du nombre des objectifs poursuivis. Elle l’est d’autant plus que la BCE s’est lancée *de facto* dans une politique de gestion de la dette publique qui l’expose désormais à la question de la soutenabilité des finances publiques européennes. Le mandat de la BCE devrait donc mentionner *de jure* son rôle de prêteur en dernier ressort, tâche usuelle des banques centrales, ce qui clarifierait la nécessité d’une coordination plus étroite entre gouvernements et BCE.

4 – Plutôt qu’à une remise en cause totale de l’indépendance de la BCE, qui n’obtiendrait jamais l’unanimité des Etats membres, nous appelons à la création *ex nihilo* d’un « organe de contrôle » de la BCE, qui pourrait être une émanation du Parlement européen, chargé de discuter et d’analyser la pertinence des politiques monétaires mises en place au regard des objectifs élargis de la BCE : stabilité des prix, croissance, stabilité financière et soutenabilité des finances publiques. La BCE serait alors non seulement invitée à rendre compte de sa politique – ce qu’elle fait déjà auprès du Parlement ou au travers du débat public – mais pourrait aussi voir ses objectifs ponctuellement redéfinis. Cet « organe de contrôle » pourrait par exemple proposer une quantification de la cible d’inflation ou d’un objectif de chômage.

[1] « Réformer l'Europe », sous la direction de Christophe Blot, Olivier Rozenberg, Francesco Saraceno et Imola Streho, *Revue de l'OFCE*, n° 134, mai 2014. Le numéro est disponible en version française et anglaise et a fait l'objet d'un post de blog.

[2] Le lien entre stabilité des prix et stabilité financière est analysé dans "Assessing the Link between Price and Financial Stability" (2014), Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert, Fabien Labondance et Francesco Saraceno, *Document de travail de l'OFCE* 2014-2.

[3] La mise en œuvre de l'union bancaire confie à la BCE un rôle en matière de régulation financière (décision du Conseil de l'Union européenne du 15 octobre 2013). Elle est désormais en charge de la supervision bancaire (plus particulièrement des institutions de crédit dites « significatives ») dans le cadre du SSM (*Single supervisory mechanism*). A compter de l'automne 2014, la BCE sera en charge de la politique micro-prudentielle, en étroite coopération avec les organismes et institutions nationales. Voir également, l'article de Jean-Paul Pollin « Au-delà de l'Union bancaire » dans la *Revue de l'OFCE* (« Réformer l'Europe »).

[4] Castro (2011) « Can central banks' monetary policy be described by a linear (augmented) Taylor rule or by a nonlinear rule ? », *Journal of Financial Stability* vol.7(4), p. 228-246. Ce papier montre, au travers de l'estimation de règles de Taylor entre 1999:1 et 2007:12, que la BCE a réagi significativement à l'inflation et à l'écart de production.

[5] Aux Etats-Unis, le mandat de la Réserve fédérale est défini par le Congrès qui exerce ensuite un droit de surveillance pouvant ainsi modifier ses statuts et son mandat.

[6] Au-delà de l'explicitation des objectifs en termes d'inflation ou de croissance, l'objectif fondamental de la

banque centrale est de garantir la confiance en la monnaie.

[7] Cette question est en partie évoquée dans un post récent.