Monnaie pleine, la votation du 10 juin 2018

Par Henri Sterdyniak

En Suisse, pays démocratique s'il en est, un projet de loi ayant obtenu plus de 100 000 signatures est obligatoirement soumis à un vote populaire. Ainsi, les citoyens suisses ont-ils été consultés, par exemple, sur le revenu universel, la sortie du nucléaire, le maintien de la redevance du service public de radio et télévision. Ils devront se prononcer ce 10 juin sur un projet intitulé par ses initiateurs : « Pour une monnaie à l'abri des crises : émission monétaire uniquement par la Banque nationale ! (Initiative Monnaie pleine) »[1]. L'objectif de cette initiative est de donner à la Banque Nationale Suisse (BNS) le monopole de la création monétaire, d'interdire aux banques privées de créer de la monnaie, donc de faire du crédit sans épargne préalable, de les obliger à déposer auprès de la banque centrale la totalité des dépôts monétaires. Si ce projet est inspiré de la volonté de mettre un terme aux excès d'une finance dérégulée, il est cependant mal pensé et inadapté pour répondre aux défis de la financiarisation de l'économie

Donner à la BNS le monopole de l'émission monétaire.

Plus précisément, le projet propose d'inclure dans l'article 99 de la Constitution, les paragraphes 1 et 5 : «1. La Confédération seule émet de la monnaie, des billets de banque et de la monnaie scripturale » ; « 5. Les prestataires de services financiers gèrent les comptes pour le trafic des paiements des clients[2] en dehors de leur bilan. Ces comptes ne tombent pas dans la masse en faillite ». Il s'agit d'imposer un coefficient de réserves obligatoires de 100% sur la monnaie scripturale (les comptes à vue) dont la contrepartie devra être déposée à la BNS.

Il propose également de réécrire le paragraphe 99 a : « 1. En sa qualité de banque centrale indépendante, la Banque Nationale Suisse mène une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays ; elle gère la masse monétaire et garantit le fonctionnement du trafic des paiements ainsi que l'approvisionnement de l'économie en crédits par les prestataires de services financiers. 2. Elle peut fixer des délais de conservation minimaux pour les placements financiers. 3. Dans le cadre de son mandat légal, elle met, en circulation, sans dette, l'argent nouvellement émis, et cela par le biais de la Confédération ou des cantons ou en l'attribuant directement aux citoyens. Elle peut octroyer aux banques des prêts limités dans le temps ».

Ce projet s'inscrit dans une longue lignée de dénonciations du système monétaire actuel , avec des arguments plus ou moins fondés : les banquiers ont privatisé la création monétaire ; ce sont des faux-monnayeurs qui font payer des taux d'intérêt sur les crédits qu'ils créent gratuitement *ex nihilo* ; cette privatisation se fait au détriment des États qui ne peuvent plus s'endetter à taux 0 auprès de la Banque Centrale et doivent payer des charges d'intérêt exorbitantes aux marchés financiers ; la création monétaire se fait par le biais du crédit (c'est la monnaie-dette), c'est la cause du surendettement actuel ; le crédit bancaire est pro-cyclique (puisque les banques accordent plus de crédit en période de bonne conjoncture et le restreignent en période dépressive) et nourrit la spéculation (il engendre une hausse du prix des actifs qui incite les banques à distribuer encore plus de crédit).

Ces critiques s'accompagnent de projets de réforme monétaire comme le 100 % monnaie de Irving Fisher et Maurice Allais[3] et, depuis peu, le *QE for people,* selon lequel la Banque centrale verserait directement de l'argent aux ménages plutôt que de prêter aux banques. Autant de réformes auxquelles la majorité des économistes sont réticents[4], mais

qui ont trouvé de nombreux partisans (en particulier sur Internet) depuis l'essor de la finance spéculative et la crise de 2017. Nous en présenterons d'abord les bases théoriques, puis l'application dans le projet de « Monnaie pleine ».

Le 100 % monnaie

Pour les partisans du « 100 % monnaie », il y a une spécificité de la monnaie (définie comme la somme des billets et des dépôts à vue) qui justifie que toute la masse monétaire (au sens M1) soit contrôlée par la Banque centrale. Il faut donc appliquer un taux de réserve obligatoire de 100 % aux dépôts à vue. Ce système aurait quatre avantages : séparer la monnaie du crédit ; contrôler la quantité de monnaie ; interdire la création monétaire par les banques privées ; fournir des ressources gratuites à l'État, auquel la Banque Centrale prêterait à taux zéro les fonds ainsi obtenus.

Ainsi, pour Maurice Allais, les banques de dépôts devraient détenir la contrepartie de leurs dépôts en monnaie centrale et n'auraient pas le droit de consentir des crédits ; les déposants devraient rémunérer les banques pour leurs services. Par ailleurs, des banques de prêts collecteraient l'épargne sans avoir le droit d'accepter les dépôts à vue ; elles distribueraient des crédits, mais, n'ayant pas de pouvoir monétaire, ne feraient que transférer du pouvoir d'achat, pas en créer. Pour garantir leur liquidité, elles n'auraient pas le droit de prêter à un terme plus long que leurs passifs. Cette interdiction frapperait les intermédiaires financiers, dont la fonction est précisément, grâce à la loi des grands nombres, de fournir des prêts à long terme à partir de dépôts à court terme et de rendre compatible les désirs de liquidité des épargnants et les besoins de financement à long terme des investisseurs. Le financement de la construction d'HLM par le livret A serait, par exemple, interdit.

En fait, ce projet est basé sur un mythe erroné : la possibilité de mettre en place un mécanisme qui assurerait

automatiquement, *ex-ante*, l'égalité entre les actifs financiers émis et ceux que les ménages veulent détenir, c'est-à-dire entre l'investissement et l'épargne. Dans une économie monétaire, on ne peut distinguer entre un bon crédit (qui serait financé par de l'épargne *ex ante* placée sous forme de titres) et un mauvais (qui induirait de l'épargne forcée conservée sous forme monétaire). Dans une économie de subsistance, l'épargne (renoncer à consommer une partie de la récolte) détermine automatiquement l'investissement (le grain conservé pour être semé). Dans une économie monétaire, comme l'a montré Keynes, l'épargne *ex ante* crée un déficit de demande sans générer automatiquement un investissement. À chaque période, le crédit est nécessaire pour anticiper l'épargne et permettre l'écoulement de la production. Il n'existe pas de « marché des fonds prêtables » où pourraient se confronter une épargne *ex ante* et un investissement pour déterminer un taux d'intérêt d'équilibre que la création monétaire ne ferait que perturber. Le financement de l'investissement par l'émission d'actifs financiers génère l'épargne *ex post*, mais cela peut se faire par hausse de la production ou des prix, de même que la restriction de cette émission peut provoquer du chômage ou réduire l'inflation. Les déséquilibres n'apparaissent pas sur un marché épargne/investissement mais sur le marché des biens. C'est le rôle de la Banque Centrale de fixer les conditions de distribution du crédit (taux d'intérêt et règles prudentielles) pour arriver à un niveau de demande satisfaisant correspondant à la production maximale sans déséquilibre. Ce niveau ne serait pas obtenu automatiquement, en prétendant interdire le crédit, hors épargne préalable.

Certes, les banques font du crédit sans épargne préalable, mais *ex post* les dépôts sont désirés par leurs détenteurs et ont une contrepartie en terme de actif. Les banques ne créent pas de la monnaie pour elles-mêmes. Monsieur Frisch produit pour 5000 CHF, qu'il reçoit en salaire ; il n'en dépensera que 4000 CHF ; il faut bien qu'un crédit de 1000 CHF ait anticipé

l’épargne de Monsieur Frisch, de sorte que la demande corresponde bien au 5000 CHF mis sur le marché

Le projet 100 % Monnaie repose sur une distinction fictive entre épargne et monnaie. Les ménages et les entreprises choisissent librement la quantité de monnaie qu’elles veulent détenir en arbitrant entre dépôts à vue (qui fournissent des services de liquidité) et des dépôts ou titres financiers, plus ou moins liquides, risqués, rémunérateurs. On ne peut dire : les dépôts bancaires ne sont pas de l’épargne volontaire, seuls les actifs non monétaires le sont. D’autant que l’évolution des systèmes financiers tend à faire disparaître toute frontière nette entre monnaie et actif financier. Dans un système financier moderne, il n’est pas besoin de disposer d’un stock de monnaie pour faire des paiements puisque la banque peut ouvrir des lignes de crédit ou puiser dans des comptes dit non-monétaires (livrets, dépôts à terme) de sorte que le lien masse monétaire/circulation monétaire s’affaiblit.

Si Allais (comme Hyman Minsky) dénonce à juste titre l’instabilité induite par le jeu combiné du crédit et des marchés financiers spéculatifs, le système de 100% Monnaie qu’il propose n’est guère une solution puisque dans la période récente la spéculation ne s’est pas développée à partir des dépôts à vue, mais de la finance dérégulée (les *hedge funds*, le *shadow banking*). De même, la hausse de la dette publique et privée ne s’explique pas par celle de la masse monétaire.

Dans la version rigoureuse du 100% monnaie, la Banque Centrale n’intervient plus sur le marché monétaire et se contente de choisir un taux de croissance de la masse monétaire. Les banques de prêts ne sont plus garanties. Selon ses partisans, cette politique garantirait une croissance stable à inflation contrôlée. On peut en douter quand on voit que les expériences de contrôle de la masse monétaire se sont traduites par de fortes fluctuations des taux d’intérêt, (20% en juin 1981 durant l’expérience Volker) de sorte que toutes les banques

centrales ont renoncé à contrôler la masse monétaire.

Dans une version plus modérée du 100% monnaie, les banques devraient avoir deux départements ; l'un avec des dépôts à vue et un taux de réserves obligatoires de 100 % ; l'autre avec des dépôts dit d'épargne, mais celui-ci pourrait se refinancer auprès de la Banque centrale qui pourrait ainsi continuer à contrôler le taux d'intérêt sur le marché monétaire. Ce système 100% monnaie ne serait pas très éloigné du système actuel.

Selon les partisans du projet, l'État pourrait ainsi conserver la totalité du seigneuriage, c'est-à-dire le bénéfice de l'émission de monnaie, de sorte que les impôts pourraient être réduits fortement. Mais, l'État serait incité à émettre inconsidérément de la monnaie pour bénéficier du seigneuriage. L'État, à travers la Banque Centrale, a déjà le privilège de l'émission de billets. Un taux de réserves de 100% sur les dépôts à vue se ferait au détriment de leurs détenteurs qui devraient payer aux banques les coûts de fonctionnement des dépôts à vue. Si le taux du marché monétaire se normalise (à 3% par exemple), ce serait l'équivalent d'un impôt au taux de 3% sur les dépôts à vue.

Un projet mal pensé.

Le problème de la votation populaire est que le texte soumis aux électeurs est parfois mal pensé. C'est particulièrement le cas ici. Le texte instaure le dépôt obligatoire à la BNS des fonds placés sur les comptes servant aux paiements courants. Mais, *quid* des dépôts à terme, des comptes sur livret (les carnets d'épargne, en Suisse), et même des OPCVM monétaires qui sont transformables rapidement en liquidités ? Le partage est arbitraire. Le projet oublie de préciser que, si les dépôts des banques à la BNS ne sont pas rémunérés, les déposants devront payer leur banque pour qu'elle leur assure les services de trésorerie. En fait, les banques pourraient tourner la loi en assurant les paiements à partir de comptes à

solde nul ou négatif (mais garantis par compte à terme ou des comptes titres).

Les partisans du projet affirment qu'ainsi les dépôts seront totalement garantis. En fait, actuellement, les dépôts auprès des institutions financières suisses sont déjà garantis jusqu'à 100 000 francs suisses par déposant et établissement (environ 87 000 euros) ; avec la réforme, seuls les dépôts à vue seraient garantis.

Selon l'article 99a, la BNS devra mettre l'argent en circulation, sans dette, par des transferts à la Confédération, aux cantons ou aux citoyens. C'est la généralisation du *QE for people*. L'objectif est de mettre fin à la *monnaie-dette.* Mais la BNS n'aurait aucun actif face au passif que représenteraient les billets et les dépôts ; ses fonds propres seraient négatifs, ce qui n'est pas concevable pour une banque. Ce serait en fait un artifice comptable pour masquer une partie de la dette publique (car la BNS appartient à l'État). Certes, les partisans du projet proclament qu'une Banque centrale n'a pas besoin de fonds propres, pouvant toujours créer de la monnaie, mais cet argument justifierait qu'un État souverain n'a pas à se soucier de sa dette puisqu'il peut toujours faire appel à sa Banque Centrale. Que ferait la BNS s'il faut réduire la masse monétaire en circulation pour lutter contre un excès de demande ou d'inflation ou simplement parce que les déposants voudraient détenir moins de monnaie et plus de titres ? Aurait-elle le droit de reprendre ses transferts ? Par ailleurs, distribuer de l'argent aux citoyens est le rôle de la politique budgétaire et de l'État, rôle qui ne peut être confié une Banque Centrale indépendante, dont le rôle est de gérer le crédit.

Mettre la monnaie en circulation sans dette par des transferts définitifs est contradictoire avec deux autres phrases du projet : « la BNS garantit l'approvisionnement de l'économie en crédits » et « Elle peut octroyer aux banques des prêts »,

qui indiquent au contraire que la BNS continuera à gérer le marché monétaire et à financer les banques, donc que la création monétaire continuera à se faire en partie par du crédit bancaire. C'est effectivement le rôle de la politique monétaire de contrôler la distribution du crédit ; cela suppose qu'elle contrôle le financement des banques *via* le marché monétaire. Intervenir sur le marché monétaire, refinancer les banques, garantir la dette publique et le système bancaire nécessite que la BNS dispose de ressources, donc que son actif n'ait pas été donné à l'État ou aux ménages.

Imaginons que les dépôts à vue représentent 100 milliards qui sont transférés des banques à la BNS. L'État ne va pas augmenter son déficit de 100 milliards et les banques ne vont pas réduire de 100 milliards leurs crédits à l'économie. Donc, ces 100 milliards devront être prêtés aux banques par la BNS. Le gain pour la BNS est que les réserves obligatoires peuvent ne pas être rémunérées et que le refinancement des banques peut se faire à un taux rémunérateur (du moins en période normale, c'est-à-dire de taux d'intérêt positif[5]).

Un projet plus modeste, la séparation des banques de dépôts et des banques de marchés[6], l'interdiction de certaines activités purement spéculatives, un certain contrôle social des critères de distribution du crédit bancaire, aurait été préférable et aurait, sans doute, eu plus de chance de succès.

Ce projet peut-il être adopté par les électeurs suisses ?

Le Conseil des États a prôné le rejet de l'initiative populaire par 42 voix contre 0 et 1 abstention. Le Conseil national l'a rejeté par 169 voix contre 9 et 12 absentions. L'initiative n'est soutenue par aucun des partis politiques suisses. Elle est combattue par la BNS et les grandes banques suisses (ce qui peut braquer les électeurs). Selon le dernier sondage publié, 54% des électeurs auraient l'intention de voter contre ; 34% pour et 12 seraient indécis.

Il est évidemment difficile pour les citoyens de se prononcer sur des questions délicates de fonctionnement du système monétaire et bancaire. D'un côté, la peur de l'inconnu (faut-il singulariser le système bancaire suisse ?), la crainte d'affaiblir le système financier (qui représenterait 9,1% du PIB suisse) jouent en faveur du Contre. De l'autre, beaucoup de citoyens s'indignent des revenus excessifs des banquiers et des financiers, s'inquiètent de l'instabilité induite par la spéculation financière financée à crédit, s'étonnent du pouvoir exorbitant des banquiers d'accorder ou de refuser un crédit sur la base de seules considérations financières. Le Contre l'emportera sans doute et heureusement (car le projet est mal conçu), mais les problèmes posés par la financiarisation des banques et les carences de leur régulation demeureront.

[1] https://www.admin.ch/gov/fr/accueil/documentation/votations/20180610/initiative-monnaie-pleine.html

[2] C'est le terme suisse pour compte à vue.

[3] Voir : Maurice Allais, *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire*, Hermann.

[4] En 2012, cependant le FMI a publié une étude de Jaromir Benes et Michael Kumhof (2012) : *The Chicago Plan Revisited*, qui prétend évaluer le projet d'Irving Fisher à l'aide d'un modèle DSGE. Selon l'étude, le 100% monnaie permettrait d'augmenter de PIB américain de 10% et de maintenir une inflation nulle. En fait, celle-ci repose sur des hypothèses plus que contestables : le contrôle de la masse monétaire permettrait d'imposer une inflation nulle ; dans ce monde stabilisé, les crédits aux ménages et les crédits de trésorerie ne seraient plus nécessaires ; les ménages accepteraient de détenir des masses importantes de dépôts non-rémunérés de sorte que l'État pourrait se financer à coût zéro ; les économies de charges d'intérêt permettraient une baisse

des taux d'imposition, qui dans leur modèle néo-classique, inciterait à l'emploi, ce qui entraînerait une forte hausse de la production, qui elle-même permettrait une nouvelle baisse des taux d'imposition, donc une hausse de la production, etc…, ceci dans un mécanisme cumulatif. Le FMI a publié cette étude, mais n'a jamais proposé de mettre en œuvre la réforme.

[5] Le taux de refinancement de la BNS est actuellement négatif de -0,75%.

[6] D'ailleurs, les débats autour du projet de réforme monétaire d'Irving Fisher avaient abouti au *Glass-Steagal Act.*

L'optimisme des banquiers centraux a-t-il un effet sur les marchés ?

par Paul Hubert et Fabien Labondance

Les « esprits animaux », aussi appelés « erreurs d'optimisme et de pessimisme » ou « sentiments » contribuent aux fluctuations macroéconomiques comme mis en lumière par Pigou (1927), Keynes (1936), ou plus récemment Angeletos et La'O (2013)[1]. La quantification de tels concepts inobservables apparaît cruciale pour comprendre comment les agents économiques forment leurs anticipations et prennent leurs décisions, qui à leur tour influencent l'économie. Dans un récent document de travail, nous étudions cette question en analysant la communication des banques centrales et en évaluant ses effets sur les anticipations de marchés de taux d'intérêt.

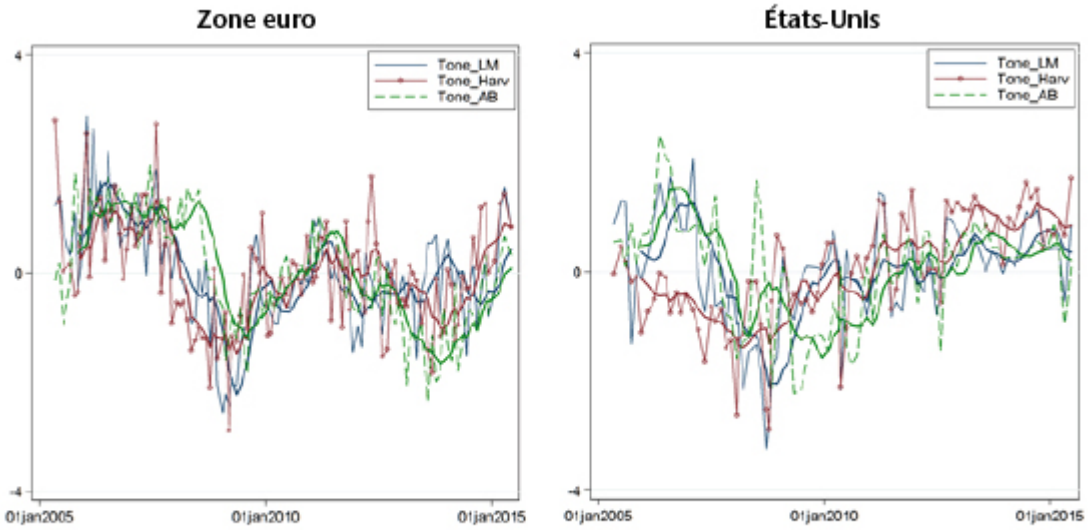
Notre étude a pour objectif de quantifier le « sentiment » véhiculé par la communication des banques centrales à travers les déclarations de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et la Reserve fédérale américaine (Fed) puis nous testons si cet optimisme ou ce pessimisme transmis dans ces déclarations affecte la structure par terme des anticipations de taux d'intérêt à court terme.

Le principal défi consiste à mesurer un concept aussi peu tangible que le « sentiment » de la banque centrale. Dans un premier temps, nous quantifions la tonalité employée par la BCE et la Fed dans leurs déclarations de politique monétaire en employant une analyse textométrique qui s'appuie sur trois dictionnaires de mots « positifs » et « négatifs »[2]. Précisons que l'objectif ici n'est pas de mesurer l'orientation du discours (expansionniste ou restrictif par exemple) mais bien de quantifier l'usage de mots à tonalité positive ou négative afin de mesurer la tonalité globale du discours indépendamment de son message de fond. Le sentiment se conçoit comme une composante indépendante des fondamentaux économiques et des décisions de politique monétaire[3]. Dit autrement, nous cherchons à savoir si l'usage de certains mots plutôt que d'autres, indépendamment du message communiqué, affecte les marchés financiers.

Le graphique 1 montre l'évolution de la tonalité des discours des banquiers centraux, calculée sur la base des trois dictionnaires, entre 2005 et 2015 pour la BCE et la Fed. Cette tonalité est corrélée au cycle économique : le discours est plus optimiste (tonalité positive) durant les périodes de croissance et plus pessimiste (tonalité négative) durant les périodes de récession. On retrouve ainsi à travers notre mesure de tonalité les récessions de 2008-2009 en zone euro et aux Etats-Unis, ainsi que la crise des dettes souveraines en 2012-2013 en zone euro. La tonalité des banquiers centraux semble donc être le produit d'une combinaison entre l'évaluation des banques centrales de l'état actuel et futur

de l’économie, et du sentiment qu’elles véhiculent.

Graphique 1. Variable de tonalité du discours des banques centrales



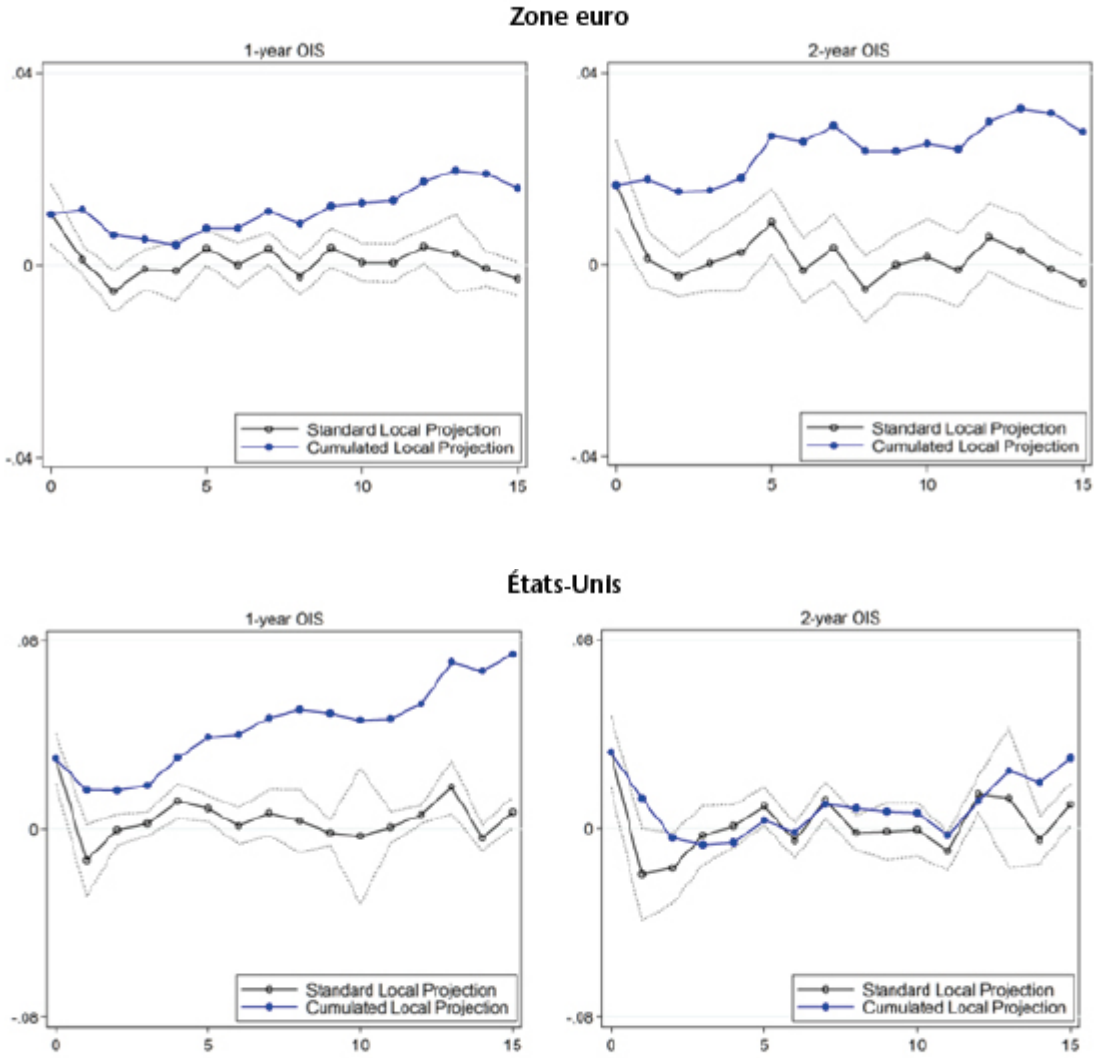
Source : Les variables de tonalité ont été calculées à partir de trois dictionnaires : Apel et Blix Grimaldi (2012) -AB-, Loughran et McDonald (2011) -LM-, et le General Inquirer's Harvard IV-4 psychosocial -Harv-. Ces variables de tonalité ont été normalisées. Les lignes en gras indiquent les moyennes mobiles des 6 dernières déclarations de politique monétaire.

Après avoir isolé la composante de « sentiment » des variables quantifiant la tonalité, nous mesurons l’impact de ce sentiment sur la variation des anticipations de taux d’intérêt à court terme, mesurées par des *swaps* de taux d’intérêt (OIS – pour Overnight Indexed Swaps), pour des maturités allant de 1 mois à 10 ans. Parce que ce sentiment est communiqué le jour de la décision de politique monétaire, nous vérifions également que nous ne mesurons pas l’effet de la décision en elle-même.

Nos résultats montrent qu’un discours dont le sentiment est positif (*i.e.* optimiste) a un effet positif sur les anticipations de taux d’intérêt à des maturités allant de 3 mois à 10 ans dans la zone euro et à des maturités de 1 à 3 mois et de 1 à 3 ans aux Etats-Unis. L’effet culminant se situe autour des maturités de 1 et 2 ans à la fois dans la zone euro et aux Etats-Unis. Nous montrons également que cet effet est persistant et tend à prendre de l’ampleur dans le temps (cf. graphique 2). Nous trouvons aussi que l’effet du sentiment dépend de la précision du signal, de sa taille et de son signe (l’effet du pessimisme est plus fort que celui de

l’optimisme, par exemple), ainsi que du niveau de l’inflation ou de la croissance.

Graphique 2. Effet du sentiment sur les anticipations de taux d’intérêt



Note : Fonction de réponse à un choc positif de sentiment sur 15 jours utilisant la méthodologie de Jorda (2005). Ce graphique propose les points estimés, l’intervalle de confiance à 90 % ainsi que l’effet cumulé.

Source : Jorda, Oscar (2005). “Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections”, American Economic Review, 95(1), 161-182.

Ces résultats montrent que les marchés ne réagissent pas uniquement au message de fond mais également à la façon dont il est véhiculé par les banquiers centraux. Le sentiment des banquiers centraux influence la formation des anticipations de taux d’intérêt et semble indiquer l’évolution future du sentier des taux directeurs. Dans un contexte où les observateurs scrutent avec attention le moindre détail qui pourrait révéler la date à laquelle la Fed augmentera à nouveau son taux d’intérêt, ce travail ouvre de nouvelles pistes de recherche et suggère qu’il pourrait être utile de

tester si le sentiment véhiculé lors des derniers discours de Janet Yellen pourrait en être un bon indicateur.

[1] Angeletos, George-Marios, et Jennifer La'O (2013), « Sentiments », *Econometrica*, 81(2), 739-780 ; Keynes, John Maynard (1936), *General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Palgrave Macmillan; et Pigou, Arthur Cecil (1927), *Industrial Fluctuations*, London, Palgrave MacMillan.

[2] Nous utilisons trois dictionnaires différents : celui centré sur la communication des banques centrales d'Apel et Blix-Grimaldi (2012), celui développé par Loughran et McDonald (2011) pour un contexte financier, et le General Inquirer's Harvard dictionary recensant les mots positifs et négatifs de la vie de tous les jours. Ces dictionnaires listent les mots ou expressions connotés positivement ou négativement. La différence entre le nombre de mots positifs et négatifs indique la tonalité du texte : s'il y a plus d'expressions positives que négatives, la tonalité sera optimiste et inversement, pessimiste. Voir Apel, Mikael, et Marianna Blix-Grimaldi (2012), « The information content of central bank minutes », *Riksbank Research Paper Series*, n° 92 ; Loughran Tim, et Bill McDonald (2011), « When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks », *Journal of Finance*, 66 (1), 35-65 ; et http://www.wjh.harvard.edu/~inquirer/.

[3] Cf. Angeletos et La'O (2013).

Rotation des votes au Conseil des gouverneurs de la BCE: plus qu'un symbole ?

par Sandrine Levasseur

L'adoption de l'euro par la Lituanie, le 1er janvier dernier, porte le nombre des membres de la zone euro à dix-neuf, seuil à partir duquel le système de vote au sein du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) doit être modifié. Si ce changement est passé quasiment inaperçu en France, il en va autrement en Allemagne et en Irlande où l'introduction d'une rotation dans les votes décidant de la politique monétaire en zone euro a suscité des craintes, voire des contestations. Ces craintes et contestations sont-elles justifiées ? Nous proposons ici quelques éléments d'analyse et de réflexion.

1) Comment fonctionne le système de rotation ?

Jusqu'à maintenant, lors des réunions mensuelles du Conseil des gouverneurs qui décide de la politique monétaire (politique de taux, politiques non-conventionnelles) en zone euro, le principe « un pays, un vote » s'appliquait. En d'autres termes, chaque pays disposait, au travers du Gouverneur de sa banque centrale, d'un droit de vote systématique. Aux votes des 18 Gouverneurs s'ajoutaient les votes des 6 membres du Directoire de la BCE, soit un total de 24 votes.

Dorénavant, avec l'entrée d'un 19e membre de la zone euro, les pays sont classés en deux groupes, conformément au Traité[1]. Le premier groupe est constitué des 5 plus « grands » pays, définis par la taille du PIB et du secteur financier avec des poids respectifs de 5/6 et 1/6. Le second groupe est constitué

des autres pays, soit 14 pays actuellement[2]. Le groupe des 5 « grands » pays dispose chaque mois de 4 droits de vote et le groupe des 14 « petits » pays de 11 votes (tableau 1). Le vote au sein des groupes est organisé selon un principe de rotation défini par un calendrier précis : une fois sur cinq, les Gouverneurs des « grands » pays ne voteront pas tandis les Gouverneurs des « petits » pays ne voteront pas 3 fois sur 14. En revanche, les 6 membres du Directoire de la BCE continuent à bénéficier d'un droit de vote mensuel systématique. Chaque mois, pour décider de la conduite de la politique monétaire en zone euro, 21 votes seront donc exprimés alors que sous l'ancien principe, celui du « un pays, un vote », 25 votes auraient été exprimés.

Tous les gouverneurs continueront à participer aux deux réunions mensuelles du Conseil, même s'ils ne participent pas au vote.

Tableau 1. Groupe de rotation et participation au capital de la BCE

	PIB* (Mds d'€)	Avoirs bancaires* (AB)	Critère d'appartenance au groupe pour la rotationdesvotes (PIB 5/6; AB 1/6)	Groupe de rotation	Capital à la BCE****	
Zone euro (19 pays)					Part en %	Millions d'€
Allemagne	2 718	7 682	3 545	Groupe 1 (5 pays/4 votes) Le gouverneur de chaque pays vote 80 % du temps	18,0	1 948,2
France	2 044	8 229	3 074		14,2	1 534,9
Italie	1 560	4 127	1 988		12,3	1 332,6
Espagne	1 023	3 287	1 400		8,8	957,0
Pays Bas	602	2 339	892		4,0	433,4
Belgique	380	1 071	496	Groupe 2 (14 pays/11 votes) Le gouverneur de chaque pays vote 78,6 % du temps	2,1	228,2
Autriche	311	922	413		2,0	212,5
Irlande	164	1 049	312		1,2	125,6
Finlande	193	523	248		1,3	136,0
Portugal	164	517	223		1,7	188,7
Grèce	182	421	221		2,0	220,1
Luxembourg	45	944	195		0,2	21,9
Slovaquie	72	60	70		0,8	83,6
Slovénie	35	49	38		0,3	37,4
Lituanie	34	25	33		0,4	44,7
Chypre	17	91	29		0,2	16,4
Lettonie	23	28	24		0,3	30,5
Estonie	18	19	18		0,2	20,9
Malte	7	55	15		0,1	7,0

	PIB* (Mds d'€)	Avoirs bancaires* (AB)	Critère d'appartenance au groupe pour la rotation des votes (PIB 5/6; AB 1/6)	Date d'entrée projetée dans la zone euro***	Capital à la BCE****	
Autres membres de l'UE					Part en %	Millions d'€
Membres potentiels de la zone euro:						
Pologne	388	361	384	Abandon d'un calendrier	5,1	20,8
République tchèque	150	192	157	Abandon d'un calendrier	1,6	6,5
Roumanie	139	89	131	2019	2,6	10,6
Hongrie	99	116	102	Abandon d'un calendrier	1,4	5,6
Croatie	43	59	46	Abandon d'un calendrier	0,6	2,5
Bulgarie	40	49	41	Abandon d'un calendrier	0,9	3,5
Pays avec clause d'*Opting-out***:					0,0	
Royaume Uni	1 916	9 146	3 121	Jamais	13,7	55,5
Suède	420	1238	556	Jamais	2,3	9,2
Danemark	248	1 065	384	Jamais	1,5	6,0
European Union (28 pays)	13 036	43 753			100	10 825,0

*À la fin septembre 2013.
** Explicite (Royaume Uni et Danemark) ou implicite (Suède).
*** Telle qu'annoncée par les autorités du pays.
**** La contribution au capital de la BCE est fonction du PIB et de la population du pays (pondération: 1/2;1/2). La «clé» peut différer du montant effectivement versé au capital de la BCE. Les profits et pertes nets de la BCE ne sont pas alloués aux pays non membres de la zone euro.

Source: Eurostat et BCE; calculs de l'auteur.

Pourquoi avoir changé le système des droits de vote ? L'objectif est clair et justifié : il s'agit de maintenir la capacité décisionnelle du Conseil des gouverneurs au fur et à mesure que le nombre de pays adhérant à la zone euro augmente.

Le nouveau système des droits de vote bénéficie clairement aux membres du Directoire de la BCE qui disposent dorénavant de

28,6 % des droits de vote (6/21) alors que l'ancien système ne leur en aurait donné « que » 24 % (6/25). Le groupe des « grands » pays en dispose de 19 % (contre 20 % dans l'ancien système). Le groupe des « petits pays obtient 52 % (11/21) des droits de vote alors qu'il en aurait obtenu 56 % (14/25) si l'ancien système de vote avait été maintenu. Le groupe des « petits » pays perd donc relativement plus de droits de vote que le groupe des « grands » pays et ce, en faveur du Directoire de la BCE.

2) Les arguments des opposants allemands et irlandais au système de rotation

Les arguments des opposants allemands au nouveau système, au-delà de la perte de prestige, sont que la première puissance économique de la zone euro et aussi première contributrice au capital de la BCE (Tableau 1) doit nécessairement participer au vote décidant de la politique monétaire. De façon à ce que les intérêts de l'Allemagne ne soient pas négligés, son Gouverneur doit disposer, lorsqu'il ne vote pas, d'un droit de veto. Ce droit de veto est aussi justifié par le fait que l'on ne peut être responsable que de ses décisions.

En Irlande, selon les opposants au nouveau système, le mythe de l'égalité entre les pays de la zone euro prend fin : la mise en place d'un système de rotation qui favorise les grands pays officialise la non-égalité des pays au sein de la zone. L'Irlande devient ainsi explicitement un pays de seconde catégorie. En outre, l'influence de l'Irlande dans le processus décisionnel sera encore plus diminuée avec les élargissements futurs de la zone euro.

Dans les autres pays de la zone euro, l'introduction du système de rotation ne semble avoir suscité aucune réaction contestataire, ni dans la sphère politique ni dans la société civile.

3) Les arguments des Allemands et des Irlandais sont-ils

recevables ?

Comme chacun le sait, l'Allemagne a une culture de la stabilité qui lui est propre, avec notamment une forte aversion pour l'inflation du fait de son histoire. En revanche, les pays du Sud sont réputés avoir une aversion nettement moins marquée pour la « taxe inflationniste ». C'est cette différence concernant le degré d'inflation « acceptable » qui a conduit à calquer *peu ou prou* les statuts de la BCE sur ceux de la Bundesbank, seule façon alors d'obtenir la participation de l'Allemagne à la zone euro. Aujourd'hui, cependant, la question de l'inflation ne se pose plus puisque la zone euro serait entrée en déflation et certains augurent que cette situation pourrait durer pendant de longues années[3]. Aujourd'hui, c'est donc bien plus les *moyens* utilisés par la BCE pour mener la politique monétaire qui sont mis en question en Allemagne par certains membres de la sphère politique, de ses économistes et de ses citoyens. L'argument de la contribution au capital de la BCE développé par les opposants au système de rotation et plus, généralement, celui de première puissance économique, fait écho aux politiques menées ces dernières années par la BCE (*e.g.* assouplissement des critères d'éligibilité des titres déposés en collatéral à la BCE, achat de créances titrisées) mais aussi à la future politique de rachat de titres publics. Ces politiques font craindre outre-Rhin que la BCE ne détienne dans son bilan trop de créances « toxiques », susceptibles d'être abandonnées tôt ou tard, et dont le coût de l'abandon serait supporté par son principal financeur.

Peut-on décemment considérer que les intérêts de l'Allemagne ne seront pas pris en compte ?

Il y a trois arguments qui incitent à répondre par la négative. Tout d'abord, même lorsque le Gouverneur allemand ne votera pas, l'Allemagne disposera toujours d'un « représentant » allemand au travers du Directoire (actuellement, Sabine Lautenschläger)[4]. Certes, en théorie,

les membres doivent prendre en considération l'intérêt de la zone euro lorsqu'ils votent et non l'intérêt de leur pays, mais la réalité est plus complexe[5]. Ensuite, les Gouverneurs, même lorsqu'ils ne votent pas, disposent toujours de leur droit de paroles et donc de leur pouvoir de persuasion. Enfin, de façon plus générale, la recherche d'un consensus obligera à prendre en considération l'avis des Gouverneurs ne participant pas au vote.

Quelle est la recevabilité des arguments des opposants irlandais au système de rotation ? Il est clair que les contre-arguments développés précédemment (celui du droit de parole et celui de la recherche d'un consensus) qui s'appliquent aux Allemands s'appliquent aussi aux Irlandais.

En revanche, il est vrai que l'Irlande, comme d'ailleurs tous les pays du groupe 2, supporteront une dilution des droits de vote au fur et à mesure de l'élargissement de la zone euro. Lorsque la zone euro comportera 20 membres, les 15 pays du groupe 2 devront se partager 11 votes (tableau 2, source: p. 91). Lorsque la zone euro s'élargira à nouveau pour compter 21 membres, les 16 pays du groupe 2 devront toujours se partager 11 votes … À 22 membres, la création d'un troisième groupe aboutira à une nouvelle dilution des droits de vote pour les groupes 2 et 3 mais pas pour le groupe 1, soit le groupe des « grands » pays, qui continueront toujours à voter 80 % du temps.

La question qui se pose pour l'Irlande, mais aussi pour tous les pays du groupe 2 actuel, est celle de l'élargissement futur de la zone euro. A ce jour, tous les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) n'ayant pas encore adopté l'euro ont abandonné tout calendrier d'entrée dans la zone euro (tableau 1). Seule la Roumanie fait exception et avance 2019 pour intégrer la zone[6]. Les perspectives pour les autres pays, sans pour autant être abandonnées, apparaissent très lointaines[7]. La probabilité que la zone euro comporte bientôt 21 membres est donc plutôt faible et la probabilité

que la zone euro dépasse les 22 membres encore plus. De toute façon, quelle que soit la configuration, l'Irlande ne fera jamais partie du groupe 3. Ce sont donc les pays en queue de peloton de l'actuel groupe 2 (Malte, Estonie, Lettonie, etc.) qui ont le plus à perdre en termes de fréquence de votes.

Tableau 2. Système de rotation (première et deuxième étapes)

Nombre total de gouverneurs	Groupe 1			Groupe 2			Groupe 3		
	Gouverneurs	Votes	Fréquence de vote	Gouverneurs	Votes	Fréquence de vote	Gouverneurs	Votes	Fréquence de vote
Première étape: zone euro de 19 à 21 pays									
19	5	4	80 %	14	11	79 %			
20	5	4	80 %	15	11	73 %			
21	5	4	80 %	16	11	69 %			
Deuxième étape: zone euro de 22 pays à 27 pays									
22	5	4	80 %	11	8	73 %	6	3	50 %
23	5	4	80 %	12	8	67 %	6	3	50 %
24	5	4	80 %	12	8	67 %	7	3	43 %
25	5	4	80 %	13	8	62 %	7	3	43 %
26	5	4	80 %	13	8	62 %	8	3	38 %
27	5	4	80 %	14	8	57 %	8	3	38 %

Source: ECB (2009).

Conclusion

On ne peut parler d'Europe unifiée tout en expliquant qu'il existe plusieurs catégories de pays. On ne peut se féliciter que la zone euro ait de nouvelles adhésions tout en expliquant que seuls certains membres peuvent/doivent participer au processus décisionnel. Un vote au sein du Conseil qui serait systématique pour certains gouverneurs (mais pas tous) ou un droit de veto que seuls quelques gouverneurs pourraient exercer ne sont pas acceptables dans une Europe unifiée. Chaque pays perd sa souveraineté monétaire en intégrant la zone euro : pourquoi certains pays devraient la perdre plus que d'autres ? Est-il pour autant souhaitable de revenir à l'ancien système, celui du « un pays, un vote » ? Non. Le nouveau système de votes au sein du Conseil des gouverneurs constitue un bon compromis entre la nécessité de maintenir la capacité décisionnelle du Conseil des gouverneurs (et donc avoir un nombre réduit de votants) et celle de permettre à chacun des gouverneurs de participer au vote sur une base régulière. De ce point de vue, le système de rotation qui

prévaut en zone euro est plus équilibré que celui qui prévaut aux Etats Unis où certains membres peuvent s'abstenir de voter pendant un, deux, voire trois ans[8]. Dans la zone euro, le laps de temps pendant lequel un gouverneur ne participera pas au vote décidant de la politique monétaire n'excédera pas un mois pour les pays du groupe 1 et, pour les pays du groupe 2, il n'excédera pas trois mois (tant que la zone euro reste constituée de 19 pays).

Tout du moins en théorie. Car, en pratique, si le Conseil des gouverneurs continuera bien à se rencontrer deux fois par mois, le vote concernant la conduite de la politique monétaire n'interviendra plus que toutes les … six semaines (contre quatre auparavant). Le temps d'abstention de vote devrait donc être (un peu) plus long que celui donné dans tous les documents officiels de la BCE et des banques centrales nationales de la zone euro…

---

[1] Plus précisément, le Conseil européen du 21 mars 2003 a modifié l'Article 10.2 relatif aux statuts de l'Eurosystème afin de permettre la mise en place d'un système de rotation au sein du Conseil des gouverneurs. L'article modifié prévoyait que le système de rotation puisse être introduit dès l'entrée du 16^{e} membre dans la zone euro et, au plus tard, à l'entrée du 19^{e} membre.

[2] A l'entrée d'un 22^{e} pays dans la zone euro, le Traité prévoit la création d'un troisième groupe.

[3]Pour la première fois depuis 2009, la croissance des prix à la consommation est devenue négative, s'établissant à -0,2 % sur un an.

[4]Les autres membres du Directoire sont de nationalité italienne (Mario Draghi, Président de la BCE). portuguaise (Vítor Constâncio, vice-Président de la BCE), française (Benoît Cœuré), luxembourgeoise (Yves Mersch) et belge (Peter Praet).

[5] L'expérience américaine du Federal Open Market Committee montre qu'il existe un biais régional dans les votes des Gouverneurs (Meade et Sheets, 2005 : « Regional Influences on FOMC Voting Patterns », *Journal of Money Credit and Banking*, 33, p. 661-678.)

[6] Il lui faudra de toute façon respecter les critères de Maastricht (critères de déficit public, de taux d'intérêt, d'inflation, etc.).

[7] Ce revirement s'explique en partie par le fait que beaucoup de ces PECO ont bénéficié de la dépréciation de leur monnaie par rapport à l'euro. Ils ont ainsi compris qu'intégrer la zone euro ne leur apporterait pas que des avantages. De plus, on fait l'hypothèse ici que le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède n'intégreront jamais la zone euro du fait de leur clause d'*Opting-out*.

Les prévisions macroéconomiques des banques centrales sont-elles

meilleures que celles des agents privés ?

par Paul Hubert

Les anticipations privées – d'inflation, de croissance ou de taux d'intérêt – sont un élément crucial de la plupart des modèles macroéconomiques récents, car elles déterminent les réalisations courantes et futures de ces mêmes variables. La prise en compte par les banquiers centraux et l'influence qu'ils peuvent exercer sur les anticipations privées, *via* les décisions de taux ou leur communication, a ainsi pris de plus en plus de poids dans l'élaboration des politiques monétaires. La mise en place par les banques centrales de politiques d'orientation prospective, dites de « forward guidance », renforce d'autant plus l'importance des prévisions macroéconomiques de la banque centrale comme outil de la politique monétaire pour affecter ces prévisions privées.

Un article récent paru dans la *Revue de l'OFCE (n° 137 – 2014)* évalue la performance de prévision de la Réserve fédérale des Etats-Unis par rapport à celle des agents privés. Cette revue empirique de la littérature existante confirme que la Fed bénéficie d'une performance de prévision supérieure aux agents privés en ce qui concerne l'inflation, mais pas sur la croissance du PIB. En outre, plus l'horizon de prévision est lointain, plus l'avantage de la Fed est prononcé. Cette supériorité semble cependant diminuer dans la période la plus récente, mais reste importante. Cet article met en lumière les sources potentielles de cette supériorité et suggère qu'elle pourrait provenir d'une meilleure information sur les chocs affectant l'économie plutôt que d'un meilleur modèle de l'économie. La publication de ces prévisions macroéconomiques participe donc à la diffusion de l'information parmi les agents économiques et à l'efficacité de la politique monétaire en permettant aux agents privés d'en appréhender l'inclination

et l’évolution future probable.

Banques centrales : le dernier rempart ?

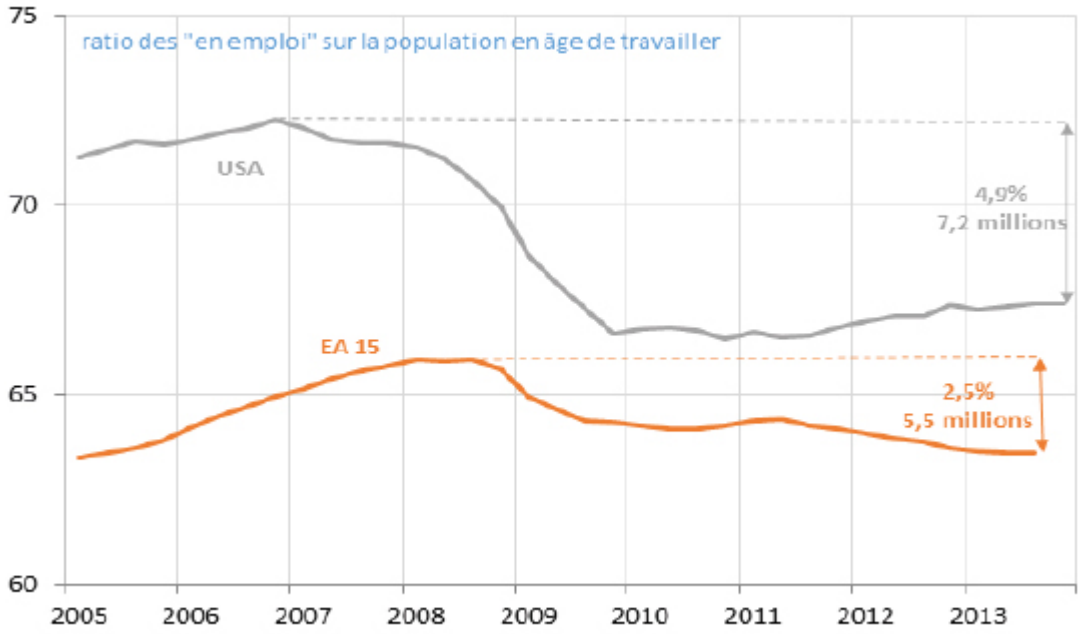
par Xavier Timbeau, @XTimbeau

Ce texte résume les perspectives 2014-2015 de l’OFCE pour l’économie mondiale

La croissance du PIB est à nouveau positive dans la plupart des pays développés ! Faut-il s’en réjouir et crier victoire parce que nous sommes sortis de la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale ? Les sacrifices consentis et les sueurs froides, tout ceci a-t-il finalement payé ?

Et bien non. La croissance est positive, mais insuffisante pour induire une baisse du chômage. Y compris aux Etats-Unis, où pourtant le chômage a baissé, le taux d’emploi ne se redresse pas (graphique 1). C’est qu’on peut sortir du chômage vers l’emploi mais aussi vers l’inactivité, c’est-à-dire le retrait du marché du travail. Et c’est ce découragement des chômeurs qui domine aux Etats-Unis.

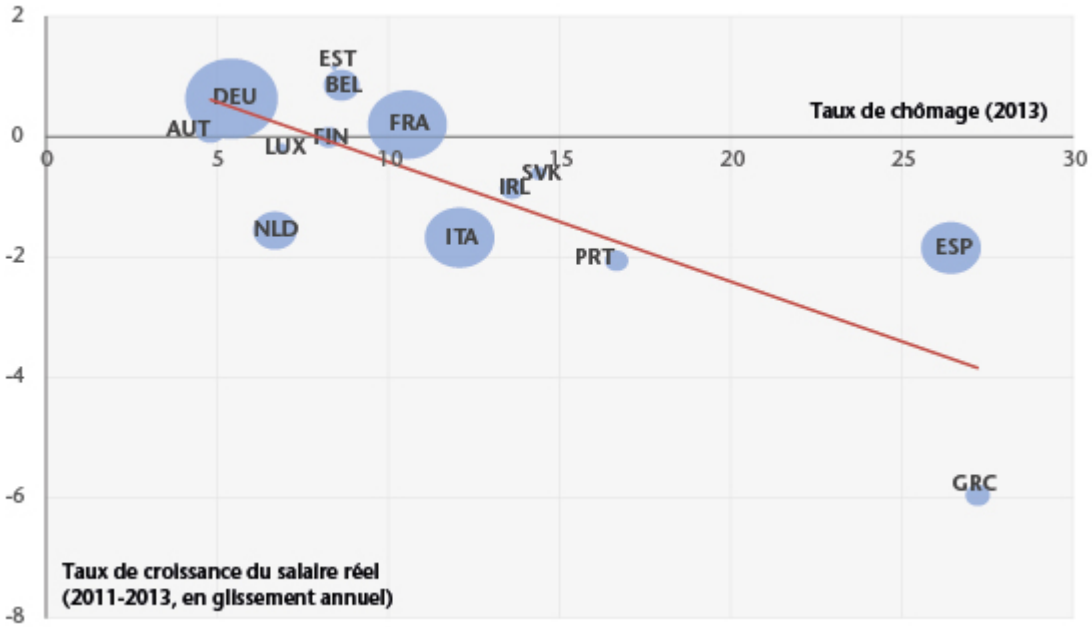
Graphique 1 : Taux d'emploi en zone euro et aux États-Unis



Source : OCDE.

Et si l'on attend encore un peu (au-delà de 2015) pour que cela s'arrange, on risque fort d'être déçu, comme l'indiquent nos prévisions d'avril 2014. Car en effet, cette situation sur le marché du travail alimente les pressions déflationnistes. Le graphique 2 illustre cette pression lente et continue. Le débat sur le salaire minimum, réveillé en France récemment, s'inscrit dans cette logique. En situation de chômage élevé, le fonctionnement concurrentiel du marché du travail conduit à la réduction du salaire réel, c'est-à-dire du pouvoir d'achat.

Graphique 2 : Niveau du taux de chômage et taux de croissance du salaire réel



Sources : Eurostat, calculs OFCE.

Notons qu'il s'agit du salaire réel, car, la baisse des salaires nominaux, la pression de la concurrence sur le marché des biens ou les dévaluations fiscales provoquent des baisses de prix. C'est pourquoi les indices de prix indiquent une inflation en net ralentissement, mais sans que pour autant, quoiqu'en dise Mario Draghi (« *with low inflation, you can buy more stuff* »), le pouvoir d'achat s'accroisse (« les salaires ralentissent plus que les prix, Mario ! »). Ainsi, doucement, et tant que le chômage sera élevé, nous nous enfonçons dans une déflation dont la principale conséquence sera d'accroître le poids réel des dettes privées ou publiques. Or ce sont ces dettes privées, socialisées, et donc ensuite publiques, qui nous ont plongés dans cette crise. Avec la déflation, la spirale des dettes continuera et nous maintiendra dans la crise.

Pour en sortir, tous les regards se tournent vers les banques centrales. Puisqu'elles ont comme mandat la stabilité des prix, elles sont donc obligées de tout mettre en œuvre pour empêcher une telle déflation. Elles ont d'ailleurs montré une grande créativité ces derniers temps, en ajoutant à leur

arsenal des politiques monétaires non-conventionnelles … dont on va chercher encore pendant des années à caractériser les modes opératoires et analyser les impacts. Au passage, on peut oublier les manuels de politique monétaire, devenus obsolètes et ringards comme un timbre-poste sur une lettre postale à côté d'un flux twitter.

Mais les banques centrales risquent de ne pas y parvenir : ce qui fait la déflation c'est le chômage. Ce qui a fait le chômage, c'est l'austérité immédiate, quand les multiplicateurs budgétaires sont élevés (et non pas étalée, comme nous l'avions proposé dans le rapport iAGS 2013). Compter sur la politique monétaire seule pour nous prémunir de la déflation est donc insuffisant. Pour vraiment sortir de la déflation, il nous faut réduire rapidement le chômage, en recourant aussi à la politique budgétaire. Les difficultés sont réelles, mais de nombreuses propositions sont sur la table (le rapport iAGS 2014 en contient quelques unes).

C'est pourquoi, malgré des chiffres positifs, les perspectives de croissance pour l'année 2014 et 2015 pour les principaux pays développés sont toujours inquiétantes.

Banques centrales et dette publique : les liaisons dangereuses ?

par Christophe Blot

Depuis 2008, la politique monétaire est en première ligne pour préserver la stabilité financière et tenter d'endiguer la crise économique. La Grande Récession ne fut pas évitée mais

les leçons de la crise des années 1930 ont été retenues. Les banques centrales ont en effet rapidement baissé les taux d'intérêt de court terme, qui sont maintenus à un niveau proche de zéro, et développé de nouveaux instruments de politique monétaire. Ces mesures, dites non conventionnelles, ont conduit à une augmentation de la taille des bilans, qui dépasse 20 % du PIB aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou dans la zone euro et 45 % au Japon. Parmi l'éventail des mesures utilisées, les banques centrales ont recouru à des achats de titres de dette publique. L'objectif était de faire baisser les taux d'intérêt à long terme, soit en signalant que la politique monétaire resterait expansionniste pour une période prolongée, soit en modifiant la composition des portefeuilles d'actifs détenus par les agents privés. Or la Réserve fédérale a récemment annoncé qu'elle allait réduire progressivement ses interventions (voir ici), ce qui pourrait provoquer une remontée rapide des taux d'intérêt comme celle observée en mai 2013 (graphique 1) lors de la précédente annonce de ce type. Dans un contexte où les dettes publiques sont élevées, la dynamique des taux d'intérêt est essentielle. Les banques centrales doivent tenir compte des interactions *renforcées* entre politique monétaire et budgétaire en coordonnant leurs décisions avec celles prises par les gouvernements.

En temps normal[1], politiques monétaire et budgétaire poursuivent des objectifs communs, au premier rang desquels figure la stabilité macroéconomique. Il existe donc des interactions entre les décisions prises par les deux autorités. Ainsi, un durcissement de la politique monétaire, *via* une hausse du taux d'intérêt directeur, peut contrecarrer une expansion budgétaire et inversement. La coordination des politiques économiques est nécessaire afin de garantir le meilleur équilibre macroéconomique. Avec la mise en œuvre des mesures non conventionnelles de politique monétaire, ces interactions sont renforcées. L'adoption de mesures non conventionnelles a conduit les banques centrales à acheter des titres de dette publique, si bien qu'à l'exception de la BCE,

elles détiennent une part significative de l'encours de dette (graphique 2). Ce faisant leurs opérations interfèrent avec la gestion de la dette généralement dévolue au Trésor. Le lien entre politique monétaire et gestion de la dette n'est pas inédit. Même s'il s'était effacé puisque les banques centrales sont devenues des institutions indépendantes poursuivant un objectif principal de stabilité des prix qu'elles cherchent à atteindre uniquement en modifiant le taux d'intérêt directeur. Goodhart[2] (2010) précise cependant que ce rôle leur fut historiquement dévolu. Or les objectifs de la banque centrale et de l'agence chargée d'émettre la dette publique peuvent être contradictoires (Blommestein et Turner[3], 2012) puisque le Trésor cherche à minimiser le coût du service de la dette, sans tenir compte de l'impact macroéconomique de ses décisions. Deux interactions supplémentaires peuvent émerger. D'une part, le gouvernement peut contrecarrer partiellement l'action de la banque centrale sur les taux longs en cherchant à tirer profit de leur baisse *via* des émissions supplémentaires sur les maturités ciblées par les opérations monétaires. Le surplus de demande est alors partiellement absorbé par un surcroît d'offre sur une échéance donnée. C'est ce qui s'est passé aux Etats-Unis puisque la maturité moyenne de la dette est passée de 48,5 mois en octobre 2008 à 64 mois en mai 2012. Les travaux récents de Chadha, Turner et Zampolli[4] (2013) suggèrent que cette politique de gestion de la maturité de l'offre de dette publique a un impact significatif sur les taux d'intérêt. Les minutes de la réunion du Trésor américain du 2 novembre 2010 témoignent de ce conflit d'objectifs potentiel : *« Les membres du Comité soulignent que la Réserve fédérale et le Trésor sont des institutions indépendantes, avec des mandats différents qui peuvent parfois être en conflit. Les membres conviennent que le Trésor doit respecter son mandat d'assurer le plus faible coût d'emprunt (…). Quelques membres notent que la Réserve fédérale est un investisseur important en obligations du Trésor et que ce comportement est probablement transitoire. En conséquence, le Trésor ne devrait pas modifier son calendrier*

d'émissions pour s'adapter au comportent d'un seul investisseur ».

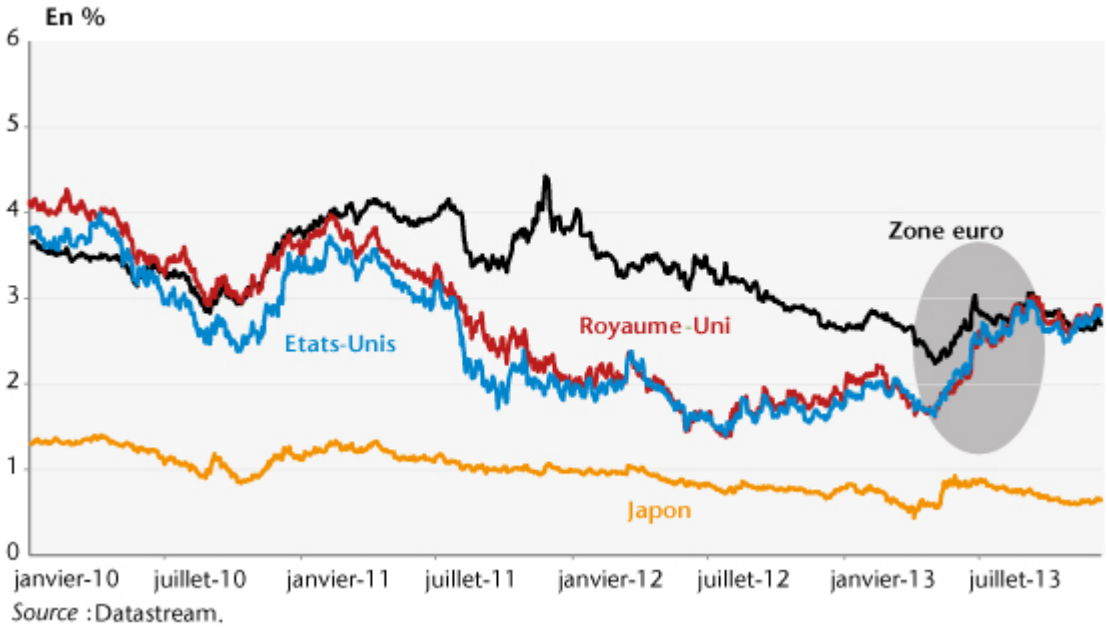
D'autre part, la réduction du portefeuille de titres publics détenus par la banque centrale devrait entraîner une hausse des taux longs. C'est en tout cas ce que suggère une partie de la littérature récente sur l'effet des politiques monétaires non conventionnelles. La dynamique des taux d'intérêt obligataires observée en mai 2013 (graphique 1) lorsque les marchés ont anticipé[5] pour la première fois un recul progressif des achats de la Réserve fédérale montre que la hausse peut être rapide et provoquer une forte volatilité sur les marchés financiers. L'explication de cette hausse pourrait avoir été liée à la fin ou au débouclage d'opérations d'arbitrages réalisées par des investisseurs qui ont profité des faibles taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés pour s'endetter et chercher des placements plus rémunérateurs sur d'autres marchés, et notamment les marchés émergents. Les conséquences d'un tel scénario doivent être prises en compte par les banques centrales. Si la conduite de la politique monétaire passe par une réduction des interventions des banques centrales, il faut tenir compte de l'impact de ce retrait sur le service de la dette. Malgré le processus de réduction de la dette publique, les besoins de financement des gouvernements seront élevés et un surcoût du refinancement lié à une hausse des taux d'intérêt pourrait conduire les Etats à amplifier la consolidation, ce qui aurait alors des effets néfastes sur l'activité économique. Inversement, le maintien de faibles taux d'intérêt peut largement contribuer à faciliter l'ajustement budgétaire, en permettant un refinancement à faible coût et en apportant un stimulus à l'économie, qui atténue l'impact récessif des ajustements budgétaires.

La nature de ces interactions, le contexte macroéconomique marqué par l'importance des dettes publiques et les risques d'instabilité financière rendent donc indispensable la

coordination entre politiques monétaire et budgétaire. La citation de James Tobin reprise par Turner[6] (2011) illustre parfaitement cette nécessité dans le cas des Etats-Unis : « *La Réserve fédérale ne peut pas prendre de décisions rationnelles de politique monétaire sans savoir quel type de dette le Trésor a l'intention d'émettre. Le Trésor ne peut pas rationnellement déterminer la structure des échéances de la dette portant intérêt, sans savoir combien de dettes la Réserve fédérale a l'intention de monétiser* ».

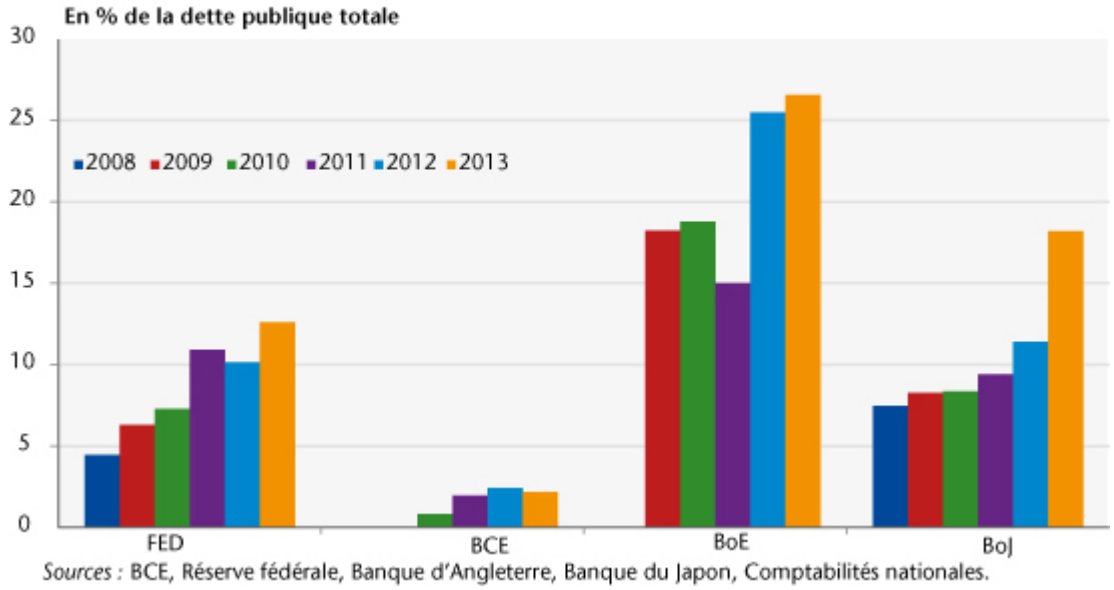
Dans le cas européen, cette question semble être de second ordre puisque le portefeuille d'actifs de la BCE est peu important (graphique 2). Même en observant que le portefeuille est concentré sur les titres obligataires émis par quelques pays (italiens, espagnols, portugais, grecs et irlandais), dont la dette publique représente 42 % de celle de la zone euro, l'encours de dette détenu par la BCE est porté à 5 % en considérant uniquement les pays en crise. Ainsi, nous pouvons regretter que la BCE n'ait pas mené une politique monétaire plus active, qui aurait justement permis de baisser significativement et plus uniformément les taux d'intérêt dans l'ensemble des pays de la zone euro, afin de réduire le besoin de consolidation et d'en atténuer les effets négatifs.

Graphique 1. Taux d'intérêt sur la dette publique à long terme



Source : Datastream.

Graphique 2. Dette publique nationale détenue par les banques centrales



Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Comptabilités nationales.

---

[1] L'expression « en temps normal » fait ici référence au fait que la conduite de la politique monétaire se caractérise habituellement par les décisions prises par les banques centrales sur le taux directeur qui est un taux d'intérêt de court terme. Pendant la crise, les banques centrales ont fixé ce taux directeur à un niveau plancher proche de zéro (*Zero lower bound*) et elles ont donc eu recours à de nouvelles mesures pour renforcer le caractère expansionniste de la politique monétaire.

[2] Voir « The changing role of central banks », *BIS Working Paper* n°326, novembre.

[3] Voir « Interactions between sovereign debt management and monetary policy under fiscal dominance and financial instability », *OECD Working Paper* n°3.

[4] Voir « The interest rate effects of government debt maturity », *BIS Working Paper* n°415, juin.

[5] Ces anticipations ont d'abord été alimentées par l'amélioration de la situation de l'emploi aux Etats-Unis puis par la déclaration de Ben Bernanke confirmant un possible retrait de la Réserve fédérale. Ces éléments sont décrits plus en détail par la BRI dans sa revue trimestrielle de septembre 2013.

[6] Voir « Fiscal dominance and the long-term interest rate », 2011, *Financial markets group special paper series* 199, mai.

La politique monétaire est-elle devenue inefficace ?

Par Christophe Blot, Catherine Mathieu et Christine Rifflart

Ce texte résume l'étude spéciale de la prévision d'octobre 2012.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus ensuite à un niveau proche de 0[1]. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas

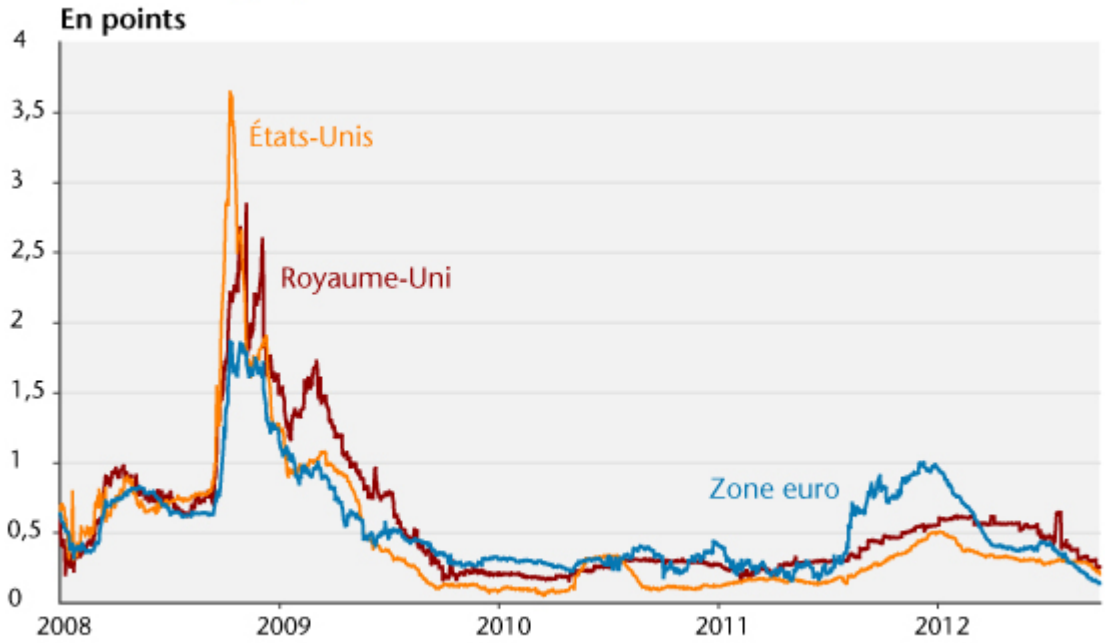
au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace[2]. Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles ?

Depuis presque 4 ans, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles[3]. Cecioni, Ferrero et Sacchi (2011)[4] proposent une revue de littérature récente sur le sujet. La majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la BCE à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011 (graphique). Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité. Un autre enjeu essentiel du débat porte sur la capacité des mesures non conventionnelles à faire baisser les taux d'intérêt à long terme et par ce biais à stimuler l'activité. Il s'agit là en effet d'un levier important de la transmission de la politique monétaire. Sur cet aspect, les conclusions sont plus mitigées. Néanmoins, pour les Etats-Unis, une étude réalisée par Meaning et Zhu (2012)[5] suggère que les programmes d'achat de titres de la Réserve fédérale auraient contribué à faire baisser les taux publics américains à 10 ans de 60 points pour le premier programme (LSAP1 *Large scale asset purchase*) et de 156 points

pour le second (LSAP2). Pour la zone euro, Peersman[6] (2011) montre que les effets des mesures non conventionnelles sur l'activité sont globalement assez proches de ceux d'une baisse du taux directeur et Gianone, Lenza, Pill et Reichlin[7] (2012) suggèrent que les différentes mesures prises par la BCE depuis le début de la crise ont permis d'amortir la hausse du taux de chômage, même si l'effet est limité à 0,6 point.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque l'hypothèse de la trappe à liquidité[8]. L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

Graphique. Tensions sur les marchés interbancaires*



* Les tensions sont mesurées par l'écart entre les traux interbancaires (Libor ou Euribor) et l'overnight intereste rate swap (OIS).

Source : Datastream.

---

[1] Il faut cependant rappeler l'exception de la BCE qui a augmenté prématurément son taux directeur par deux fois en 2011. Elle est depuis revenue sur ces décisions et a baissé le principal taux directeur qui s'établit à 0,75 % depuis juillet 2012.

[2] La première estimation du PIB du Royaume-Uni pour le troisième trimestre 2012 indique un rebond de la croissance après 3 trimestres de baisse. Ce rebond résulte cependant de facteurs exceptionnels (voir Royaume-Uni : l'enlisement) et l'activité reculerait à nouveau au quatrième trimestre.

[3] Les politiques monétaires non conventionnelles avaient déjà fait l'objet de nombreuses analyses appliquées au cas de la Banque du Japon. La mise en œuvre de mesures équivalentes aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro a contribué à amplifier très largement l'intérêt pour ces questions.

[4] « Unconventional monetary policy in theory and in practice

», *Banca d'Italia Occasional Papers* n°102.

[5] « The impact of Federal Reserve asset purchase programmes :another twist », *BIS Quarterly Review*, March p.23-30.

[6] « Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area », ECB Working Paper n°1397.

[7] « The ECB and the interbank market », CEPR Discussion Paper n°8844.

[8] Voir OFCE (2010) pour une analyse de cette hypothèse.

Amis des acronymes, voici venu l'OMT

par Jérôme Creel et Xavier Timbeau

Il y avait eu OMD, et son Orchestral Manœuvre in the Dark, nous voici maintenant avec Orchestral Manœuvre in the [liquidity] Trap, ou, plus précisément « Outright Monetary Transactions » ce qui, sans conteste, est plus clair. L'OMT est un dispositif potentiellement efficace qui donne à la BCE le moyen d'intervenir massivement sur la crise des dettes dans la zone euro pour limiter les écarts de taux d'intérêt sur les obligations publiques dans la zone euro. La possibilité d'une sortie de la zone euro d'un pays qui serait en opposition avec ses pairs est toujours possible, mais dans le cas où la volonté de préserver l'euro est partagée, la BCE peut intervenir et jouer un rôle comparable aux banques centrales des autres grands Etats. Beaucoup d'espoirs sont donc

autorisés par cette porte ouverte vers une sortie de la crise des dettes souveraines en zone euro. Pour autant, certains éléments, comme la conditionnalité, pourraient vite poser problème.

OMT est tout simplement un programme de rachat de titres publics par la Banque centrale européenne, comme le SMP 1.0 (Securities Markets Programme) qu'il remplace, mais limité aux Etats qui seront sous programme du FESF/MES (Fonds européen de stabilité financière/Mécanisme européen de stabilité), bénéficiant donc d'une aide conditionnelle européenne. Ainsi, pour que la BCE intervienne, le pays concerné devra, d'une part, négocier un plan d'ajustement macroéconomique avec la Commission européenne et le Conseil Européen et l'appliquer. La BCE, potentiellement des membres du Parlement européen, ou le FMI peuvent être de la partie (ces institutions – Commission, BCE et FMI – forment la Troïka des hommes en noir, célèbres et redoutés en Grèce). D'autre part, et surtout, ledit pays sera sous surveillance de la Troïka par la suite.

Aussi, si l'Italie et l'Espagne veulent bénéficier du rachat de leurs titres publics par la BCE, leurs gouvernements devront se soumettre à un plan d'ajustement du FESF ou du MES. Ceci n'impliquera pas nécessairement que le plan imposé sera plus drastique en termes d'austérité que celui que ces gouvernements avaient d'ores et déjà imaginé ou instauré (la pensée unique en matière de gestion des finances publiques est très contagieuse en Europe), mais obligera l'Italie et l'Espagne à se soumettre *ex ante* à un droit de regard extérieur sur le plan d'ajustement élaboré et *ex post* au contrôle de la Commission et du Conseil. Si les pays sous surveillance venaient à dévier *ex post* de l'application du plan d'ajustement, ils pourraient se soustraire au programme, certes, mais leurs obligations souveraines ne seraient plus absorbées dans le programme OMT. Ils perdraient le soutien de leurs pairs et devraient affronter les marchés financiers dans des conditions incertaines. Ce serait probablement le premier

pas vers un défaut ou une sortie de l'euro.

Par ailleurs, la BCE ne s'est pas engagée à absorber *toutes* les obligations émises et dispose donc d'une réelle capacité de menace : si le pays fronde, il peut être obligé de faire face à des taux plus élevés. L'OMT introduit donc une carotte (faire baisser les taux) et un bâton (les laisser monter, vendre les obligations détenues en portefeuille par la BCE et donc pousser les taux à la hausse), et ce à chaque nouvelle émission. L'OMT s'apparente donc à une mise sous contrôle direct (la conditionnalité), avec sanction progressive et menace ultime (la sortie du programme).

La BCE indique que ses interventions couvriront principalement des titres à moyen terme (maturité entre 1 et 3 ans), sans pour autant exclure des maturités plus longues, et sans limite quantitative. Notons que les émissions de court/moyen terme représentent *habituellement* une proportion faible des émissions totales, qui se font plutôt à 10 ans. Cependant, en cas de crise, l'intervention sur des maturités courtes constitue une bouffée d'oxygène, d'autant que les titres à 10 ans arrivant à échéance peuvent être refinancés par des titres à 3 ans. Cela donne des moyens de pression supplémentaires à la Troïka en termes de conditionnalité : l'engagement de l'OMT sur les titres n'est que de 3 ans et doit être éventuellement renouvelé au bout de 3 ans. Le soulagement financier pour les pays sous programme peut être appréciable à court terme. A titre d'exemple, l'Espagne, qui n'a pas encore franchi ce pas, aura émis en 2012 autour de 180 milliards d'euros de dette. Si l'OMT lui avait permis de réduire tout au long de l'année 2012 les taux souverains auxquels elle emprunte, le gain aurait été entre 7 et 9 milliards pour l'année 2012 (et aurait pu se répéter en 2013 et 2014 au moins). Ceci parce qu'au lieu d'emprunter à 10 ans au taux de 7%, l'Espagne aurait pu bénéficier des 2% auxquels la France emprunte à 10 ans ou, au lieu de 4,3% à 3 ans, l'Espagne aurait emprunté à 0,3% (le taux souverain de la France à 3 ans). C'est le gain maximal

que l'on peut espérer de ce programme, mais il est conséquent : c'est approximativement l'équivalent de l'impact budgétaire de la récente hausse de TVA en Espagne (soit un peu moins d'un point de PIB espagnol). Cela ne changerait pas définitivement la situation budgétaire de l'Espagne mais cela mettrait fin à une absurdité complète qui conduit les Espagnols à devoir payer beaucoup plus cher leur dette pour compenser leurs créanciers d'un défaut qu'ils s'échinent à ne pas déclencher.

On peut même espérer (ce qui apparaît dans la détente des taux souverains espagnols de presqu'un point qui a suivi l'annonce de la BCE jeudi 6 septembre 2012, ou de celle de presque un demi point pour les taux italiens) que l'existence du dispositif, même si l'Espagne ou l'Italie n'y recourent pas (et ne se soumettent donc pas au contrôle) suffira à rassurer les marchés, à les convaincre qu'il n'y aura ni défaut ni sortie de l'euro et que rien ne justifie donc une prime de risque.

La BCE a annoncé qu'elle allait mettre fin à son statut de créancier privilégié sur les titres publics. Cette disposition, censée réduire le risque pesant sur la BCE, conduisait à dégrader la qualité des titres détenus en dehors de la BCE et donc à réduire l'impact des interventions de la BCE sur les taux. En acquérant une obligation publique, la BCE reportait le risque sur les obligations détenues par le secteur privé, puisqu'en cas de défaut, elle était un créancier prioritaire passant avant les détenteurs privés d'obligations du même type.

La BCE précise que ses opérations dans le cadre de l'OMT seront intégralement stérilisées (l'impact sur la liquidité en circulation sera neutre), ce qui impliquerait, si cela était pris au mot, que d'autres types d'opérations (achats de titres privés, crédits aux banques) en soient réduits d'autant. Qu'en sera-t-il ? L'exemple du SMP 1.0 peut être mobilisé à ce sujet. Le SMP 1.0 était en effet lui aussi assorti d'une

stérilisation. Cette stérilisation passait par des dépôts à court terme (1 semaine, au passif de la BCE), alloués pour un montant égal aux sommes engagées dans le SMP (209 milliards d'euros à ce jour, à l'actif de la BCE). Chaque semaine, la BCE collecte donc des dépôts à terme fixe mais court pour 209 milliards d'euros. Il s'agit donc d'une partie des dépôts des banques que la BCE affecte à l'instrument de stérilisation, sans que pour autant il y ait stérilisation *stricto sensu* (parce que cela n'empêche ni la hausse de la taille du bilan de la BCE ni ne réduit en soi la liquidité potentielle en circulation). La mention de la stérilisation dans l'OMT apparaît comme un effort de présentation pour tenter de convaincre certains Etats, tels l'Allemagne, que la politique monétaire ne sera pas inflationniste, et donc contraire au mandat que le Traité d'Union européenne lui a imposé. Actuellement, et parce que la crise reste entière, les banques privées ont des dépôts importants auprès de la BCE (par peur de confier ces dépôts à d'autres institutions financières), ce qui lui confère une marge de manœuvre appréciable pour éviter que la stérilisation annoncée modifie la liquidité en circulation (il y a un peu plus de 300 milliards d'euros de dépôts auprès de la BCE qui ne sont pas mobilisés pour la stérilisation). Ensuite, la BCE peut probablement utiliser les comptes courants (en les bloquant pour une semaine), ce qui ne pose pas de difficulté puisque la BCE prête aux banques à guichet ouvert par le LTRO, sa politique de refinancement des banques à long terme. Au pire, la BCE perdrait de l'argent dans l'opération de stérilisation en cas d'écart de rémunération entre les dépôts à terme et les prêts consentis aux banques. La stérilisation pourrait donc conduire à cette comptabilité absurde, mais n'avoir, dans une situation de crise monétaire et financière aucune incidence sur la liquidité. En revanche, si la situation se normalise, la contrainte de stérilisation pèsera plus lourdement. Nous n'en sommes pas encore là mais quand nous y serons, la BCE devra limiter les crédits à l'économie ou accepter une hausse de la liquidité si l'OMT continue d'être mis en œuvre pour certains

Etats membres de la zone euro.

Le marché qui est maintenant sur la table place aujourd'hui les pays de la zone euro dans un dilemme redoutable. D'un côté, l'acceptation du Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance de la zone euro (TSCG) conditionne l'éligibilité au FESF et au MES[1] et elle conditionne donc désormais l'éligibilité au programme OMT. Refuser de signer le traité budgétaire, c'est refuser par avance l'intervention potentielle de la BCE et donc accepter que la crise se prolonge jusqu'à l'éclatement de la zone euro ou jusqu'à un défaut dévastateur sur une dette souveraine. D'un autre côté, signer le traité, c'est accepter le principe d'une stratégie budgétaire restrictive sans discernement (la règle de réduction de la dette publique inscrite dans le TSCG sera dévastatrice) qui va enclencher en zone euro une récession en 2012 et peut-être en 2013.

Signer le traité, c'est aussi relâcher la pression des marchés, mais pour s'en remettre uniquement à la Troïka et à la conviction infondée que les multiplicateurs budgétaires sont faibles, que les ménages européens sont ricardiens ou que la dette publique pèse toujours sur la croissance. Or, abaisser les taux d'intérêt souverains, et en particulier ceux de l'Italie ou de l'Espagne, procure une relative bulle d'oxygène. Mais le gain principal à abaisser ces taux consisterait à étaler la consolidation budgétaire sur une période de temps plus grande. Les taux d'intérêt donnent une valeur au temps et les baisser, c'est se donner plus de temps. Les dettes contractées à des taux réels négatifs ne sont pas des dettes ordinaires et ne sont pas les fardeaux que sont des dettes émises à des taux prohibitifs.

Trouver une nouvelle marge de manœuvre (l'OMT) pour se lier immédiatement les mains (le TSCG et l'aveuglement de la Troïka sur la stratégie budgétaire) serait un gâchis formidable. Seul un revirement dans la stratégie budgétaire permettrait d'exploiter la porte ouverte par la BCE. Bref, sauver l'euro

ne servira à rien si on ne sauve pas d'abord l'Union européenne des conséquences sociales désastreuses de l'aveuglement budgétaire.

---

[1] Le paragraphe 5 du préambule au traité instituant le Mécanisme européen de stabilité précise : « Le présent traité et le TSCG sont complémentaires dans la promotion de la responsabilité budgétaire et de la solidarité au sein de l'Union économique et monétaire. Il est reconnu et convenu que l'octroi d'une assistance financière dans le cadre des nouveaux programmes en vertu du MES sera conditionné, à partir du 1er mars 2013, par la ratification du TSCG par l'État membre concerné et, à l'expiration de la période de transition visée à l'article 3, paragraphe 2, du TSCG, par le respect des exigences dudit article. »

La crise économique est une crise de la politique économique

par Jean-Luc Gaffard

Quand, dans les années 1970, l'inflation et le chômage augmentent simultanément, la théorie et la politique keynésiennes sont mises en échec. Il n'est plus question de pouvoir arbitrer entre les deux maux et de réguler finement l'activité économique en agissant sur la seule demande globale par le canal du budget. Cet échec et la persistance d'un taux d'inflation élevé finissent par convaincre les décideurs de la nécessité et de l'urgence de combattre prioritairement

l’inflation.

La théorie économique imaginée par la nouvelle école classique est venue en support de ce choix politique en prétendant que l’inflation et le chômage étaient des phénomènes distincts qui devaient faire l’objet de traitements séparés. Si l’inflation dérape, ce sera faute de discipline monétaire. Si le chômage augmente ce sera en raison de rigidités accrues qui affectent le fonctionnement des marchés. La fameuse courbe de Phillips, qui servait de base à l’arbitrage entre les deux, devient théoriquement verticale au moins à long terme. De cette façon, les politiques macroéconomiques sont dissociées des politiques structurelles : les premières sont dédiées à endiguer l’inflation, les secondes à endiguer le chômage. Elles n’ont aucune relation entre elles sinon que les politiques conjoncturelles ne permettent pas à l’économie d’échapper longtemps à la position que déterminent les politiques structurelles et qu’incarne un taux de chômage qualifié de naturel. La faveur de cette théorie tient à la simplicité des recommandations faites aux pouvoirs publics. Ils peuvent (et doivent) se satisfaire de la poursuite du seul objectif d’inflation au moyen d’un seul instrument manié par une Banque centrale devenue indépendante, d’autant que le respect de cet objectif garantit aussi d’atteindre le niveau naturel d’emploi au moindre coût en termes d’inflation. Si d’aventure le taux de chômage est jugé trop élevé, ces mêmes pouvoirs publics ne doivent s’en prendre qu’aux dysfonctionnements des marchés de biens et du travail et décider d’introduire des réformes structurelles parfaitement répertoriées puisqu’elles consistent à libéraliser ces marchés. Dans ce monde merveilleux, la réduction du déficit budgétaire est toujours profitable. Le modèle élémentaire enseigne que, à la suite de cette réduction, le revenu et l’emploi diminuent dans un premier temps, mais que, rapidement, grâce à la baisse du taux d’intérêt, l’investissement privé augmente et avec lui le revenu et l’emploi. Le nouvel équilibre de moyen terme peut même correspondre à un niveau plus élevé du revenu et de

l'emploi dès lors que les dépenses privées d'investissement sont réputées plus efficaces que les dépenses publiques. Une banque centrale indépendante et des marchés financiers réputés efficients remplissent la fonction de discipliner les pouvoirs publics en sanctionnant des déficits budgétaires forcément inappropriés.

L'Europe a constitué un champ d'expérimentation privilégié de cette théorie. La politique monétaire y est entre les mains d'une Banque centrale dont les traités garantissent qu'elle est indépendante et imposent qu'elle ait pour seul objectif la stabilité des prix. Les politiques ou les réformes structurelles sont l'affaire des Etats, à charge pour eux de choisir le taux de chômage naturel qu'ils jugent acceptable ou de prendre argument d'un taux de chômage trop élevé pour imposer ces réformes. S'il y a plus de chômage dans un pays que dans un autre, à moyen terme, ce ne peut être qu'en raison de différences structurelles, en l'occurrence de plus fortes rigidités dans le fonctionnement des marchés de ce pays. Qu'il fasse les réformes préconisées et tout rentrera dans l'ordre. La théorie ainsi formulée est censée survivre à la crise : il ne tiendrait qu'à des choix politiques simples que cette Europe retrouve une cohérence perdue. Les pays excessivement endettés n'ont qu'à réduire leurs déficits budgétaires et faire des réformes structurelles trop longtemps retardées pour retrouver croissance, plein emploi et stabilité des prix. Tout au plus, certains proposent-ils de conditionner une forme de mutualisation des dettes à l'engagement de réaliser les réformes structurelles. L'Allemagne, qui les a précédés sur le chemin de cette vertu particulière, n'a rien à craindre de ce scénario, puisque la croissance retrouvée de ses partenaires garantira la pérennité de ses débouchés commerciaux. En outre, il n'est pas nécessaire que la Banque centrale européenne se préoccupe de stabilité financière puisque les marchés punissent les Etats impécunieux et les contraignent à l'austérité budgétaire en poussant à la hausse des taux d'intérêt payés sur leurs dettes.

Tout ce bel édifice repose, entre autres, sur un résultat bâti sur des hypothèses peu robustes : tout accroissement des rigidités notamment sur le marché du travail du fait d'indemnités de chômage, de coûts des licenciements ou de pouvoirs de négociation des salariés plus élevés, déplace la position d'équilibre de long terme de l'économie et produit inéluctablement une hausse du taux de chômage dit naturel. Il est, certes, toujours possible de comparer des équilibres de long terme uniquement distingués par la valeur de certaines données structurelles. Il est osé d'en déduire le chemin qui conduirait de l'un à l'autre. On devrait savoir, depuis l'expérience des années 1930, que les rigidités de prix et de salaires sont un moyen d'enrayer la progression du chômage dans une économie en dépression, c'est-à-dire quand il devient important de bloquer les baisses de prix et de salaires porteuses d'augmentation du poids des dettes privées, et de pression à la baisse sur la demande agrégée. On devrait aussi reconnaître que les réformes structurelles, censées réduire le taux de chômage naturel, ont souvent un impact immédiat de redistribution et de réduction du revenu qui conduit à une hausse du chômage. Or rien ne dit que cette hausse sera transitoire et ne déclenchera pas une réaction en chaîne *via* la demande globale. Les rigidités restent un facteur de réduction des risques d'instabilité inhérents à tout changement structurel, qu'il s'agisse de réformes dans l'organisation des marchés, d'irruption de nouveaux concurrents sur les marchés ou de ruptures technologiques. Les remettre en cause peut se justifier dans la perspective d'une meilleure affectation des ressources, mais il faut prendre garde au risque d'instabilité qui est encouru. Certes, quand des réformes structurelles tendant à introduire plus de flexibilité affaiblissent la demande interne, le relai de celle-ci pourra être pris par une demande externe stimulée par les baisses de prix. Le taux de chômage peut alors baisser. Mais il est, de fait, exporté vers des pays qui, éventuellement, n'ont pas procédé aux mêmes réformes et dont le chômage ne peut qu'excéder le niveau réputé naturel. Le

chacun pour soi commence à l'emporter sur la solidarité.

L'Europe est en train de vivre ce scénario. L'Allemagne, notamment, a réalisé les réformes structurelles requises par la théorie dominante, mais au prix d'une segmentation de son marché du travail, du développement des emplois précaires faiblement rémunérés et, par suite, d'un ralentissement de sa demande interne. Les performances accrues à l'exportation, dues à la qualité des biens, mais aussi à la fragmentation internationale de leur production, compensent ce ralentissement et permettent de contenir sinon de réduire le déficit budgétaire. Le taux de chômage augmente parallèlement dans nombre d'autres pays européens en même temps que leurs déficits budgétaires. La correction exigée par les experts (en fait imposée par les marchés financiers) impliquant simultanément la réduction des dépenses publiques, l'augmentation des impôts et des réformes structurelles a toutes chances de réduire un peu plus la demande domestique de ces pays, d'accroître le déficit de leurs budgets et finalement de peser sur les exportations allemandes. La récession sinon la dépression généralisée est au bout de la route. Sont en cause, non pas les propriétés des équilibres perdus ou recherchés, mais l'enchaînement des déséquilibres internes et externes. Les choses pourraient bien se compliquer encore si les pays concernés voient se creuser les écarts de performance et par suite la divergence de leurs objectifs et de leurs intérêts.

La politique économique est malheureusement plus complexe que ne le voudrait la macroéconomie moderne. Le long terme n'est pas indépendant du court terme. Les objectifs poursuivis ne sont pas indépendants les uns des autres, ni toujours compatibles entre eux. Les politiques qualifiées respectivement de conjoncturelles et de structurelles ne peuvent pas davantage être indépendantes les unes des autres ni dédiées chacune à un objectif unique. Si réformes structurelles il doit y avoir, elles doivent s'accompagner de

politiques conjoncturelles expansionnistes afin de contrarier les effets récessifs immédiats susceptibles de s'amplifier. Pour autant, les politiques conjoncturelles ne suffisent pas à retrouver une croissance forte et régulière

En Europe, il est illusoire et dangereux de penser pouvoir sortir de l'impasse actuelle en généralisant l'austérité budgétaire. Des compromis deviennent nécessaires consistant à accepter certains déséquilibres pour en atténuer d'autres. La seule sortie possible passe par l'acceptation, pour un temps encore, de déficits budgétaires. Sans rétablissement des bilans des entreprises et des ménages, il n'y a pas d'issue positive à attendre du rétablissement des comptes publics si tant est que l'on y parvienne.

Il n'y a, certes, aucun doute qu'il faut arriver à une plus grande harmonie des situations budgétaires de pays appartenant à une même zone monétaire. Du fédéralisme budgétaire est nécessaire pour faire face au fédéralisme monétaire. Mais le fédéralisme ne s'arrête pas à l'action d'une banque centrale privée de l'essentiel des attributs de sa fonction et ne saurait procéder de contractions budgétaires nationales partagées. Il suppose une réelle solidarité budgétaire impliquant d'intervenir pour éviter l'insolvabilité des Etats qui auraient à supporter des taux d'intérêt extravagants. Il concerne, en outre, les politiques structurelles impliquant, non seulement de s'abstenir de ces réformes qui consistent à exacerber la concurrence fiscale et sociale, mais aussi à promouvoir des projets industriels et technologiques communs financés par un budget européen renforcé grâce à l'instauration d'une taxe fédérale. Les déficits budgétaires des Etats ne seront pas contenus, les objectifs et les intérêts des Etats ne convergeront pas si les moyens conjoncturels et structurels d'une reprise générale de la croissance ne sont pas mis en œuvre.

Politique monétaire : Open-Market Operations ou Open-Mouth Operations ?

par Paul Hubert

La communication d'un banquier central peut-elle influencer les anticipations des agents au même titre que les modifications de taux d'intérêt ? A en croire Ben Bernanke, il semblerait que oui.

Dans son discours du 18 octobre 2011, Ben Bernanke, gouverneur de la Banque centrale des Etats-Unis, a mis en avant l'intérêt qu'il porte à trouver de nouveaux outils pour que les entreprises et ménages soient en mesure d'anticiper les orientations de politique monétaire futures. On apprend ainsi que le Comité de décision de la politique monétaire (FOMC) étudie les moyens d'accroître la transparence de ses prévisions macroéconomiques. En effet, ces prévisions pourraient être considérées comme un outil de politique monétaire si leur publication influence la formation des anticipations privées.

Il est intéressant de noter que l'effet de la communication des prévisions de la banque centrale passe par sa crédibilité. En effet, la publication de prévisions n'a pas d'effets contraignants et mécaniques sur l'économie. Le canal de transmission passe par la confiance que les entreprises et ménages ont dans les annonces de la Banque centrale. Ainsi, si une annonce est crédible, alors l'action n'est plus obligatoirement nécessaire ou l'amplitude de l'action requise réduite. Le mécanisme est simple : la publication des

prévisions modifie les anticipations privées qui modifient à leur tour leurs décisions et affectent donc les variables économiques. La volonté de Ben Bernanke de mettre en œuvre ce qu'il nomme « *forward policy guidance* » et l'emphase qu'il met sur l'importance des prévisions des banques centrales suggèrent que la Fed cherche à utiliser cet instrument additionnel que semblent être les prévisions pour mettre en œuvre plus efficacement sa politique monétaire.

Sur la base des anticipations d'inflation des agents privés collectées à l'aide d'enquêtes trimestrielles appelées *Survey of Professional Forecasters* et disponibles ici, il apparaît que les prévisions d'inflation du FOMC, publiées deux fois par an depuis 1979, ont un effet positif et persistant sur les anticipations privées (voir le document de travail). Celles-ci augmentent de 0,7 point de pourcentage lorsque la Fed augmente ses prévisions d'1 point de pourcentage. Deux interprétations de cet effet peuvent être proposées : en augmentant ses prévisions, la Fed influence les anticipations privées et crée d'une certaine manière 0,7 point de pourcentage d'inflation. L'efficacité d'une telle annonce serait donc discutable. A l'opposé, on peut imaginer qu'une hausse d'1 point de pourcentage de l'inflation va survenir et qu'en l'annonçant, la Fed envoie un signal aux agents privés. Ceux-ci anticipent alors une réaction de la Fed pour contrer cette hausse et réduisent leur anticipation de cette hausse. La Fed aurait donc réussi à empêcher 0,3 point de pourcentage de la future hausse d'inflation en communiquant dessus, l'annonce étant donc efficace.

Ce dernier mécanisme appelé « Open-Mouth Operations » dans un article publié en 2000 se focalisant sur la Banque centrale néo-zélandaise se veut donc un complément des opérations d'*open market* qui consistent à modifier le taux d'intérêt directeur de la banque centrale pour affecter l'économie.

Afin de mettre en lumière les raisons pour lesquelles les anticipations privées ont augmenté, on peut caractériser les

mécanismes sous-jacents à l'influence des prévisions du FOMC. Si les prévisions du FOMC sont un bon indicateur avancé du futur taux d'intérêt directeur de la Fed, elles donnent de l'information sur les futures décisions. Il ressort de cette étude qu'une hausse des prévisions du FOMC signale une hausse du taux directeur de la Fed intervenant entre 18 et 24 mois.

De plus, les prévisions du FOMC n'ont pas les mêmes effets que le taux directeur sur les variables macroéconomiques et ne répondent pas de la même manière aux chocs macroéconomiques : les réponses du taux directeur à des chocs macroéconomiques sont larges et rapides en comparaison de celles des prévisions. Ce résultat suggère que les prévisions du FOMC sont un instrument *a priori* conçu pour mettre en œuvre la politique monétaire sur le long terme alors que le taux directeur est un instrument *a posteriori*, répondant aux chocs touchant l'économie et donc aux cycles de court terme.