La BCE prépare l'avenir

Par Christophe Blot et Paul Hubert

Lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du jeudi 8 juin, Mario Draghi a annoncé la stabilité des taux directeurs de la politique monétaire (soit 0 % pour le taux des opérations principales de refinancement, -0,40 % pour le taux des facilités de dépôts et 0,25 % pour le taux des facilités de prêt). Il a surtout donné de précieuses indications sur l'orientation future de la politique monétaire menée dans la zone euro en modifiant sa communication. Alors qu'il déclarait systématiquement que les taux pourraient être diminués (« *at lower levels* »), il a déclaré que ceux-ci serait maintenus au niveau actuel (« *at present level* »), ceci pendant une « période prolongée » et « bien au-delà de la fin du programme d'achat de titres ».

En annonçant qu'il n'y aurait pas de baisse supplémentaire des taux, la BCE juge que l'orientation actuelle de la politique monétaire devrait lui permettre d'atteindre ses objectifs et fait le premier pas vers un resserrement futur des conditions monétaires. On peut toutefois noter que dans le même temps, la BCE n'anticipe pas un retour de l'inflation à sa cible de 2 % d'ici 2019. Les nouvelles projections macroéconomiques de l'Eurosystème publiées pendant la conférence de presse prévoient une inflation à 1,5 % en 2017, 1,3 % en 2018 et 1,6 % en 2019[1]. Certes la reprise se confirme mais l'inflation resterait inférieure à sa cible sur un horizon d'au moins 3 ans, de quoi justifier le maintien d'une politique monétaire expansionniste. En précisant que les taux ne remonteraient pas aussitôt les achats de titres terminés[2], la BCE entend bien continuer à soutenir l'activité.

Vient alors la question de la date de fin du programme

d’achats de titres. Selon le discours actuel, les achats se poursuivront jusqu’en décembre 2017 mais ils pourraient se prolonger si la BCE le juge nécessaire. Quelle stratégie adoptera la BCE après cette date ? Il est possible que les achats de titres diminuent progressivement à l’image de ce qu’avait fait la Réserve fédérale en 2014[3]. Dans ce cas, la fin de l’assouplissement quantitatif prendrait encore quelques mois. C’est aujourd’hui l’option la plus probable ce qui repousserait la hausse des taux à la fin de l’année 2018. On peut cependant envisager que des annonces de réduction des achats se fassent d’ici la fin de l’année, ce qui pourrait conduire à mettre un terme au QE dès le début de l’année 2018. Quelle que soit l’option choisie, la BCE prendra très certainement soin de communiquer sa stratégie afin d’orienter progressivement les anticipations sur la première hausse des taux.

Pour autant, s’il s’agit d’un élément important de la stratégie de normalisation de la politique monétaire en zone euro, celle-ci ne se cantonne pas à la question de la remontée des taux. La BCE doit également apporter des éléments sur ses intentions relatives à sa politique de taux négatifs ou encore sur le moment où elle décidera de ne plus satisfaire l’intégralité des demandes de refinancement à taux fixe comme elle le fait depuis octobre 2008. Enfin, elle devra également indiquer à quel rythme, elle envisage ensuite de réduire la taille de son bilan comme a commencé à le faire récemment la Réserve fédérale (voir ici). Sur ces points, la BCE devra également faire preuve de transparence.

[1] Ces anticipations ont même été revues à la baisse depuis mars 2017.

[2] Depuis avril 2017, les achats de titres s’élèvent à 60 milliards par mois contre 80 milliards les mois précédents.

[3] La Réserve fédérale avait étalé la réduction de ces achats de titres entre janvier et octobre.

Où en est-on du cycle de crédit dans la zone euro ?

par Christophe Blot et Paul Hubert

En décembre 2016, la BCE annonçait la poursuite de sa politique de *Quantitative Easing* (*QE*) jusqu'à décembre 2017. Alors que la reprise économique se confirme dans la zone euro et que l'inflation repart à la hausse, se pose la question des risques liés à cette politique. D'un côté, la poursuite d'une politique monétaire très expansionniste n'est-elle pas une source d'instabilité financière ? Inversement, une fin prématurée des mesures non conventionnelles pourrait remettre en cause la dynamique de croissance et la capacité de la BCE à atteindre ses objectifs. Nous étudions ici le dilemme auquel pourrait faire face la BCE au travers d'une analyse des cycles du crédit et de l'activité bancaire dans la zone euro.

L'annonce de la BCE envoie deux signaux sur l'orientation de la politique monétaire. D'une part, en retardant la date de fin du *QE*, la BCE annonce implicitement que la normalisation de la politique monétaire, en particulier la remontée de son taux directeur, ne se fera pas avant début 2018. La BCE continue donc de mener une politique expansionniste d'augmentation de la taille du bilan. D'autre part, la réduction des achats mensuels est aussi un signe d'une réduction de ce caractère expansionniste. L'annonce s'apparente ainsi au « tapering » amorcé en janvier 2014 par la Réserve fédérale aux États-Unis. La réduction des achats de

titres s'était alors faite progressivement, jusqu'à un arrêt effectif des achats fin octobre 2016.

Le caractère indiscutablement expansionniste de la politique monétaire en zone euro suggère que la BCE juge toujours nécessaire de poursuivre le stimulus pour atteindre les objectifs finaux de la politique monétaire dont le premier est la stabilité des prix, définie par une inflation inférieure mais proche de 2 % par an. Ni l'inflation[1], ni la croissance en zone euro ne donnent des signes d'emballement[2]. Le programme d'achat d'actifs doit alors permettre de consolider la croissance et d'accélérer l'inflation pour favoriser un retour vers la cible de 2 %. Dans le même temps, les liquidités émises par la banque centrale dans le cadre de ses programmes d'achat de titres et le faible niveau des taux d'intérêt (à court comme à long terme) alimentent les craintes d'effets indésirables de la politique monétaire en matière de stabilité financière[3].

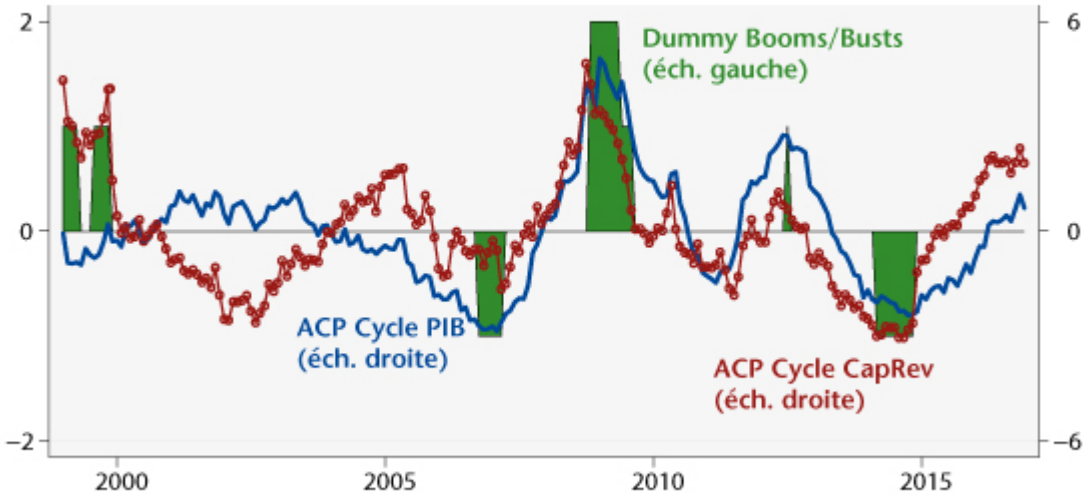
Il en résulte un dilemme que doit arbitrer la BCE. Mettre un terme prématuré à l'assouplissement quantitatif pourrait maintenir la zone euro dans une situation de faible inflation et de basse croissance. Prolonger inutilement le *QE*, alors que la Réserve fédérale a amorcé la normalisation de sa politique monétaire, créerait un risque d'instabilité financière caractérisé par un emballement des prix d'actifs, du crédit ou plus largement du risque pris par le système financier.

Nous évaluons ce double risque au travers d'indicateurs sur l'activité du système bancaire de la zone euro dans son ensemble et des pays qui la composent. Les crédits, aussi bien ceux octroyés aux ménages que ceux octroyés aux entreprises non financières, sont un élément central de l'actif des banques, souvent au cœur du risque d'instabilité financière[4]. Nous proposons ici d'élargir l'analyse à la taille du bilan ou de l'ensemble des crédits accordés – incluant le crédit aux autres institutions monétaires et financières –, ce qui permet notamment de mesurer le risque

associé à l'ensemble des activités du système bancaire[5].

Ces différentes variables sont soit rapportées au PIB, ce qui permet de capter la déconnexion entre l'activité bancaire et l'activité réelle, soit au capital et réserves du système bancaire, permettant alors de capter l'effet de levier, c'est-à-dire la capacité de ce système à absorber les éventuelles pertes. Ici, nous nous concentrons sur les quantités plutôt que les prix, *via* des indicateurs tels que le ratio de crédit octroyé sur les capitaux propres et le ratio de crédit reçu sur les revenus. Ceux-ci sont centraux pour refléter la transmission de la politique monétaire et évaluer le risque d'instabilité financière.

Graphique. Crédit en zone euro



Sources : Blot et Hubert (2017) et données BCE.

Le graphique montre l'évolution des cycles de crédit, rapporté au PIB (ligne bleue) et rapporté aux capitaux et réserves du système bancaire (ligne rouge)[6]. Les aires vertes signalent les périodes où le crédit s'éloigne significativement à la hausse ou la baisse de sa tendance de long terme. D'une manière générale, l'analyse du crédit ou de la taille du bilan du système bancaire témoigne d'un regain d'activité mais ne suggère ni boom de crédit ni contraction excessive sur la période récente dans la zone euro. Si la dynamique du crédit est orientée plus favorablement par rapport à sa tendance en

France et en Allemagne, le cycle ne témoigne pas d'une hausse excessive. Les Pays-Bas et l'Espagne se distinguent par la faiblesse de leur crédit rapporté au PIB. Pour les Pays-Bas, cette évolution est confirmée par les indicateurs rapportés aux capitaux et réserves du système bancaire, alors qu'en Espagne, l'encours de crédit rapporté aux capitaux et réserves se situe à un niveau historiquement élevé suggérant une prise de risque excessive étant donné la situation économique.

[1] Malgré le rebond récent de l'inflation, largement lié à la remontée du prix du pétrole et des anticipations d'inflation, les pressions inflationnistes restent modérées et le retour de l'inflation vers la cible de 2 % n'est pas suffisamment établi pour modifier l'orientation de la politique monétaire.

[2] Le chômage reste élevé alimentant la désinflation.

[3] Une analyse récente de Borio et Zabaï (2016) sur l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles suggère que leur efficacité pourrait se réduire tandis que les risques qu'elles comportent s'accroîtraient. Le rôle des prix d'actifs a été étudié par Andrade *et al.* (2016) pour montrer que le prix des actifs avait réagi, comme anticipé, à la suite des mesures prises par la BCE, et par Blot *et al.* (2017) pour évaluer le risque de bulle.

[4] Voir Jorda *et al.*, 2013 et 2015.

[5] La législation Bâle III repose sur des indicateurs de risque calculés au niveau des établissements bancaires alors que notre approche repose sur des indicateurs macroéconomiques.

[6] Ces cycles sont obtenus à partir d'une analyse en composante principale (ACP) de plusieurs types de décompositions tendance/cycle : filtre Hodrick-Prescott, filtre Christiano-Fitzgerald, et moyenne mobile.

Régulation bancaire européenne : quand l'union fait la force

par Céline Antonin, Sandrine Levasseur et Vincent Touzé

A l'heure où l'Amérique s'apprête, sous l'impulsion de son nouveau président Donald Trump, à mettre fin à la régulation bancaire adoptée en 2010 par l'administration Obama[1], l'Europe entame une troisième année d'Union bancaire (Antonin *et al.*, 2017) et se prépare à l'arrivée d'une nouvelle réglementation prudentielle.

Qu'est-ce que l'Union bancaire ?

Depuis novembre 2014, l'Union bancaire pose un cadre unifié qui permet de renforcer la stabilité financière dans la zone euro[2]. Son objectif est triple :

- – Garantir la robustesse et la résistance des banques ;
- – Eviter le renflouement des banques en faillite par de l'argent public ;
- – Harmoniser la réglementation pour une meilleure régulation et surveillance publique.

Cette Union est l'aboutissement d'un long chemin de coordination réglementaire parcouru depuis la libre circulation des capitaux prévu par l'article 67 du Traité de Rome (1957) : « les Etats membres suppriment progressivement entre eux, pendant la période de transition et dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du marché commun, les restrictions aux mouvements des capitaux appartenant à des personnes résidant dans les Etats membres, ainsi que les

discriminations de traitement fondées sur la nationalité ou la résidence des parties, ou sur la localisation du placement ».

L'Union bancaire est née de la crise. Si l'acte unique européen de 1986 et la directive de 1988 ont permis une entrée en vigueur en 1990 de la libre circulation des capitaux, la crise financière de 2008 a montré que le manque de coordination en Europe dans le domaine bancaire pouvait être une faiblesse.

En effet, les enseignements de la crise financière sont triples :

- – Un système bancaire et financier mal régulé (cas américain) peut être dangereux pour le bon fonctionnement de l'économie réelle, dans ce pays mais aussi au-delà ;
- – Une réglementation et une surveillance trop limitées à une vision nationale (cas des pays européens) ne sont pas efficaces dans un contexte où les mouvements de capitaux sont mondialisés et où de nombreuses opérations financières sont réalisées en dehors des frontières nationales ;
- – Les crises bancaire et souveraine sont liées (Antonin et Touzé, 2013b): d'un côté, le renflouement des banques par des fonds publics creuse les déficits publics, ce qui fragilise les Etats tandis que la difficile soutenabilité des dettes publiques affaiblit les banques qui détiennent ces titres de dette dans leurs fonds propres.

L'Union bancaire donne un cadre juridique et institutionnel au secteur bancaire européen qui repose sur trois piliers :

(1) La banque centrale européenne (BCE) devient le superviseur unique des grands groupes bancaires ;

(2) Une régulation unique des défaillances bancaires instaure un fonds commun de renflouement (Fonds de résolution unique)

et interdit le recours à un financement public national ;

(3) Un fond commun doit permettre, à l'horizon 2024 et sous réserve d'accord définitif de l'ensemble des membres de l'Union bancaire, de garantir les dépôts bancaires détenus par les ménages européens jusqu'à 100 000 euros, dépôts garantis par chacun des Etats depuis 2010.

L'Union bancaire n'est pas totalement achevée. L'adoption du troisième pilier prend du retard du fait des problèmes bancaires grec et italien qui ne sont pas totalement résolus en raison d'un risque encore élevé de défaut sur des crédits accordés. La garantie européenne des dépôts « devra attendre que des progrès suffisants soient réalisés dans la réduction et l'homogénéisation des risques bancaires » (Antonin *et al.*, 2017).

Vers une régulation et une stabilité financière renforcées

Ce dispositif d'Union bancaire se juxtapose à la nouvelle réglementation prudentielle Bâle III adoptée progressivement depuis 2014 par l'ensemble des banques européennes à la suite d'une directive et d'un règlement européen. La réglementation Bâle III exige des banques un niveau plus important de fonds propres et de liquidités d'ici 2019.

L'instauration de l'Union bancaire couplée à une politique monétaire très accommodante de la BCE a contribué à mettre fin à la crise des dettes souveraines et du secteur bancaire européen. La politique de rachat massif d'actifs de la BCE contribue à améliorer la structure de bilan des secteurs endettés, ce qui réduit les risques de défaut bancaire. Aujourd'hui, les Etats membres, les entreprises et les ménages européens empruntent à des taux d'intérêt historiquement bas.

L'achèvement d'un espace bancaire et financier européen stable et performant nécessite d'aller plus loin dans la régulation d'un marché européen de capitaux unifié et dans la réglementation des activités financières des banques (Antonin

et al., 2014).

L'Union des marchés de capitaux a pour objectif principal de donner un cadre réglementaire commun afin de faciliter le financement des entreprises européennes par les marchés et d'orienter l'épargne abondante de la zone euro vers des investissements à long terme. Cela permettrait d'avoir un niveau de régulation plus cohérent et potentiellement plus exigeant sur les émissions de titres financiers (actions, obligations, opérations de titrisation).

L'Union bancaire pourrait être également renforcée en s'appuyant sur le projet Barnier de 2014 de séparation forte des activités de dépôts et de spéculation. Le rôle de superviseur unique de la BCE (pilier 1) lui permet de vérifier que les activités spéculatives ne perturbent pas les activités normales. Ce rôle de superviseur pourrait être étendu à l'ensemble des activités financières, y compris le système de crédit parallèle aux crédits classiques, le fameux *shadow banking*. La séparation des activités crédibilise aussi les fonds communs de renflouement (pilier 2) et de garantie (pilier 3). En effet, il devient plus difficile pour les banques d'être trop grosses, ce qui réduit le risque de faillite coûteuse pour les épargnants (renflouement interne et limites des fonds communs).

Défendre un modèle européen de stabilité bancaire et financière

Si aujourd'hui les Etats-Unis renoncent à une réglementation plus exigeante de leurs banques avec pour objectif de court terme d'augmenter leur rentabilité, l'Union bancaire constitue un outil de défense remarquable pour préserver et renforcer le développement des banques européennes tout en exigeant d'elles une haute exigence de sécurité financière.

Alors que la justice américaine n'hésite pas à condamner à de lourdes amendes les banques européennes[3] et que les grandes

banques chinoises accaparent désormais quatre des cinq premières places de la finance mondiale (Leplâtre et Grandin de l'Eprevier, 2016), un mode d'action coordonné devient crucial pour défendre et imposer un modèle bancaire européen stable et performant. Dans ce domaine, une Europe désunie pourrait apparaître faible alors que ses excédents d'épargne en font une puissance financière mondiale. Certes, la crise a affaibli de nombreuses économies européennes, mais il faut se méfier des tentations court-termistes de repli autarcique car un pays européen qui s'isole devient une proie facile face à un système bancaire mondial en mutation.

Bibliographie

Antonin C. et V. Touzé (2013a), « Loi de séparation bancaire : symbole politique ou nouveau paradigme économique ? », *Blog de l'OFCE*, 22 février 2013. http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/loi-de-separation-bancaire-symbole-politique-ou-nouveau-paradigme-economique/

Antonin C. et V. Touzé (2013b) « Banques européennes : un retour de la confiance à pérenniser », *Les notes de l'OFCE*, n°37, décembre, pp.1-9. http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/notes/2013/note37.pdf

Antonin C., H. Sterdyniak et V. Touzé (2014), « Réglementation des activités financières des banques européennes : un quatrième pilier pour l'Union bancaire », *Blog de l'OFCE*, 30 janvier 2014. http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/reglementation-des-activites-financieres-des-banques-europeennes-un-quatrieme-pilier-pour-lunion-bancaire/

Antonin C., S. Levasseur et V. Touzé (2017), « Les deux premières années de l'Union bancaire », in *L'économie européenne 2017* (sous la direction de J. Creel), Repère.

Leplâtre S. et J. Grandin de l'Eprevier (2016), « Les banques chinoises trustent les premières places de la finance mondiale », *Le Monde*, 29 juin 2016. http://www.lemonde.fr/economie/article/2016/06/29/les-banques-chinoises-trustent-les-premieres-places-de-la-finance-mondiale_4960155_3234.html#R1zGPo7VG46YVzQ5.99

[1] Le *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* reprend la *Volcker rule* « qui interdit aux banques de « jouer » avec l'argent des déposants, ce qui conduit à une quasi-interdiction des activités de spéculation pour compte propre des entités bancaires ainsi que d'investissement dans les fonds spéculatifs (*hedge fund*) ou d'investissement privés (*private equity fund*) » (Antonin et Touzé, 2013a).

[2] L'Union bancaire est obligatoire pour les pays de la zone euro et facultatif pour les autres pays.

[3] L'actualité récente a montré que la justice américaine pouvait être d'une sévérité redoutable en infligeant d'importantes amendes aux banques européennes : 8,9 milliards de dollars pour BNP Paribas en 2014, 5,3 milliards pour Crédit Suisse et 7,2 milliards pour Deutsche Bank en 2016.

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.

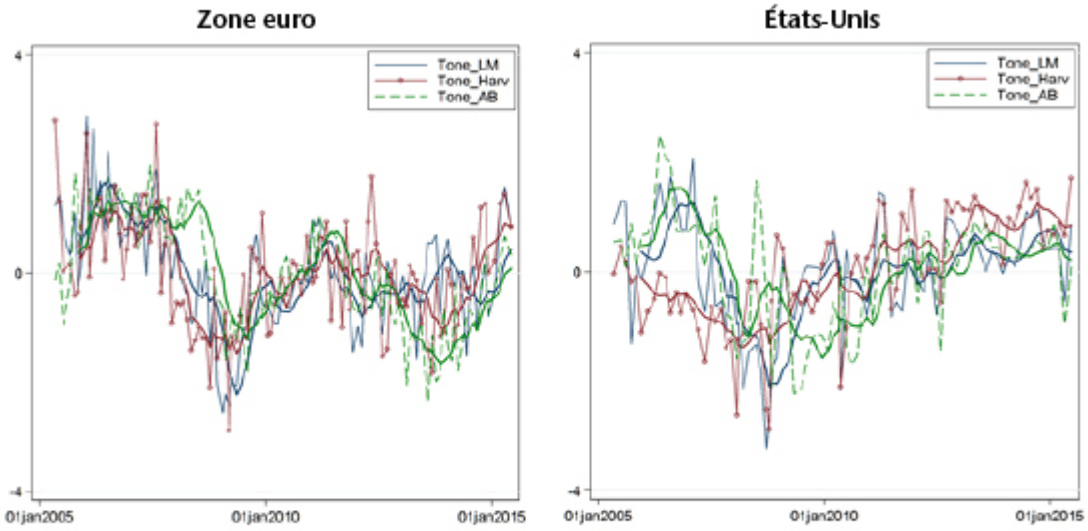
Notre étude a pour objectif de quantifier le « sentiment » véhiculé par la communication des banques centrales à travers les déclarations de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et la Reserve fédérale américaine (Fed) puis nous testons si cet optimisme ou ce pessimisme transmis 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



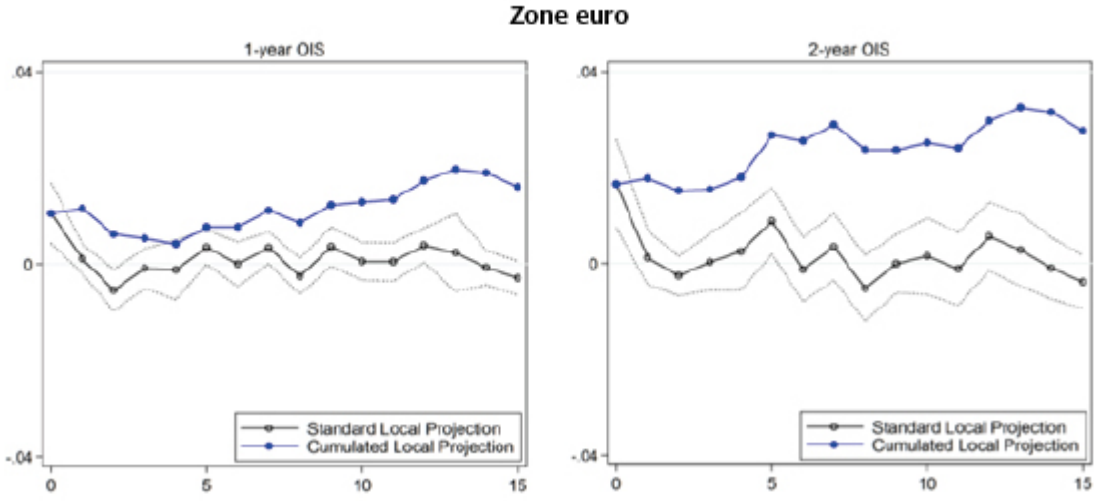
Source : Les variables de tonalité ont été calculées à partir de trois dictionnaires : Apel et Blix Grimaldi (2012) -AB-, Loughran et McDonald (2011) -LM-, et le General Inquirer's Harvard IV-4 psychosocial -Harv-. Ces variables de tonalité ont été normalisées. Les lignes en gras indiquent les moyennes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

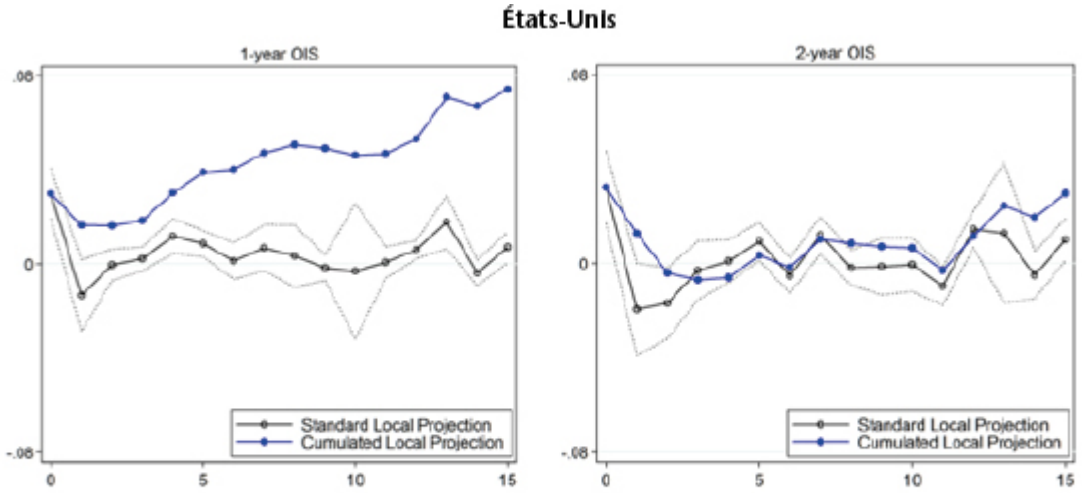
Après avoir isolé la composante de « sentiment » des variables quantifiant la tonalité, nous mesurons l'impact de ce sentiment sur la variation des anticipations de taux d'intérêt à court terme, mesurées par des *swaps* de taux d'intérêt (OIS –

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).

La BCE étend son programme de QE et brouille sa communication

par Paul Hubert

La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé ce jeudi 10 mars, à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs, une série de mesures supplémentaires d'assouplissement de sa politique monétaire. L'objectif est d'éviter que la déflation ne s'installe et de tenter de soutenir la croissance en zone euro. L'innovation majeure réside dans le programme de financement des banques à taux négatifs. Si les mesures ont été favorablement accueillies par les marchés au moment de leur annonce, une erreur de communication de Mario Draghi, pendant la conférence de presse qui suit la réunion du Conseil

des gouverneurs, a largement réduit une partie de l'effet attendu des décisions prises.

Quelles décisions ont été prises ?

– Les trois taux directeurs fixés par la BCE ont été réduits. Le taux principal de refinancement baisse de 0,05 % à 0 %, tandis que le taux des facilités marginales passe de 0,30 % à 0,25 %. Enfin, le taux des facilités de dépôts, qui rémunère les réserves excédentaires que les banques déposent au bilan de la BCE, baisse lui de –0,30% à –0,40%. Le coût pour une banque à avoir des liquidités au bilan de la BCE augmente donc.

– Le programme d'assouplissement quantitatif (QE) est étendu en termes de taille – les achats de titres passent de 60Mds€ à 80 Mds€ par mois – mais surtout en termes de types de titres financiers éligibles à l'achat. Alors que la BCE achetait jusqu'à présent des titres publics (obligations souveraines et/ou de collectivités locales), elle achètera des obligations d'entreprises de bonne qualité, selon les critères des agences de notation. Cette mesure est une réponse directe à l'assèchement de l'offre de titres publics et devrait permettre de peser directement sur les conditions des entreprises qui émettent sur les marchés obligataires.

– L'innovation majeure réside dans le nouveau programme de TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) dont le but est de réamorcer le canal du crédit bancaire et d'octroyer des financements aux banques *conditionnellement* à leur financement de l'économie réelle. Ces prêts aux banques se feront à des taux nuls, voire négatifs, en fonction de différents critères parmi lesquels les montants de prêts que les banques accordent aux ménages et aux entreprises. En d'autres termes, la BCE va payer les banques remplissant ces critères pour qu'elles prêtent à leur tour.

Quels effets en attendre ?

L'effet à attendre de telles mesures dépend de la situation sur le marché du crédit. En temps normal, de nombreuses études montrent que ces mesures ont un effet positif sur l'économie. Cependant, cela ne se vérifiera que si c'est l'*offre* de crédit qui est aujourd'hui contrainte en zone euro. A l'inverse, si le problème réside dans la *demande* de crédit des ménages et des entreprises dont les perspectives en termes de revenus et profits sont faibles, alors ces mesures n'auront que peu d'effet. En accordant des conditions si favorables aux banques, on peut imaginer que la BCE fait le pari d'augmenter la demande solvable de crédit, c'est-à-dire que la BCE fournit des incitations fortes aux banques à prêter à des ménages et individus qui apparaissaient comme non-solvables aux conditions antérieures. Un autre effet attendu de la baisse du taux sur les facilités de dépôts et de l'augmentation du QE passe par la baisse du taux de change de l'euro, de manière à favoriser les exportations de la zone euro et à augmenter l'inflation importée et donc l'inflation globale de la zone euro. Ce canal est potentiellement d'autant plus important que la Réserve fédérale a enclenché un cycle de resserrement monétaire.

Il n'empêche qu'une politique économique plus pertinente consisterait à utiliser la politique budgétaire – d'autant plus que les conditions de financements des Etats sont à des niveaux historiquement faibles : l'Etat français gagne en 2016 de l'argent à s'endetter à moins de 4 ans – pour soutenir la demande. La politique monétaire n'en aurait alors que plus d'effet.

Pourquoi annoncer que les marges de manœuvre sont épuisées ?

Mario Draghi, lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs, a annoncé que « la BCE ne réduirait plus les taux d'intérêts », ce qui a eu pour effet de modifier intégralement l'interprétation des marchés financiers des décisions communiquées un peu plus tôt. Alors que ces décisions, très expansionnistes, ont pour but de

desserrer plus encore les conditions monétaires et financières et de faire baisser le taux de change de l'euro, l'annonce que les évolutions futures de la politique monétaire de la BCE ne pouvaient être que restrictives a transformé les anticipations des investisseurs.

Parce qu'un des principaux canaux de la transmission de la politique monétaire passe par les anticipations, plusieurs études réalisées sur données américaines[1], anglaises[2] ou de la zone euro[3] montrent que la communication de la banque centrale doit être cohérente avec ses décisions au risque de réduire les effets attendus de la politique monétaire. On parle alors d'un effet de signal de la politique monétaire. La simple phrase formulée par Mario Draghi en est l'exemple. Le graphique suivant montre le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar sur la journée du 10 mars. La forte baisse du milieu de journée correspond à la publication des décisions prises lors du Conseil des gouverneurs, tandis que la hausse tout aussi brutale correspond au message contradictoire prononcé quelques minutes plus tard lors de la conférence de presse. On constate alors qu'une série de mesures très expansionnistes – dont l'un des buts est de faire baisser l'euro – vient d'être annoncée, que l'euro aura finalement augmenté vis-à-vis du dollar comme si des mesures restrictives avaient été mises en place.

Cela ne veut pas forcément dire que ces décisions n'auront pas d'effets mais qu'une partie des effets sera amoindrie, voire potentiellement nulle. D'autres canaux de transmission que l'effet de signal restent opérants. Alors que le canal du taux de change se trouve maintenant réduit par l'effet restrictif généré par le canal des anticipations, nous verrons dans les semaines et mois à venir si les mouvements de capitaux induits par les décisions prises auront l'effet attendu sur le taux de change de l'euro.

Graphique. Taux de change euro-dollar, journée du 10 mars 2016

Source : Boursorama.

[1] Hubert, Paul (2015), "The Influence and Policy Signalling Role of FOMC Forecasts", Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 77(5), 655-680.

[2] Hubert, Paul, and Becky Maule (2016), "Policy and Macro Signals as Inputs to Inflation Expectation Formation", Bank of England Staff Working Paper, No. 581.

[3] Hubert, Paul (2015), "ECB Projections as a Tool for Understanding Policy Decisions", Journal of Forecasting, 34(7), 574-587, ou encore Hubert, Paul (2016), "Disentangling Qualitative and Quantitative Central Bank Influence", OFCE Working Paper, No. 2014-23.

Les programmes de QE créent-ils des bulles ?

par Christophe Blot, Paul Hubert et Fabien Labondance

La mise en œuvre des politiques monétaires non-conventionnelles depuis 2008 par les banques centrales a-t-elle créé de nouvelles bulles qui menacent aujourd'hui la stabilité financière et la croissance mondiale ? Telle est la question qui revient régulièrement (voir ici, là ou encore ici et là). Comme le montre Roger Farmer, force est de constater qu'il y a une forte corrélation entre les achats de titres par la Réserve fédérale – la banque centrale américaine – et l'indice boursier (S&P 500) aux Etats-Unis (graphique 1). Si l'argument peut sembler à première vue convaincant, les faits méritent néanmoins d'être discutés et précisés. Premièrement, il n'est pas inutile de rappeler que corrélation n'est pas causalité. Deuxièmement, l'augmentation des prix d'actifs est précisément un canal de transmission de la politique monétaire conventionnelle et de l'assouplissement quantitatif (QE). Enfin, toute augmentation des prix d'actifs ne peut être assimilée à une bulle et il convient de différencier l'évolution liée aux fondamentaux de celle purement spéculative.

La hausse des prix d'actifs est un élément de la transmission de la politique monétaire

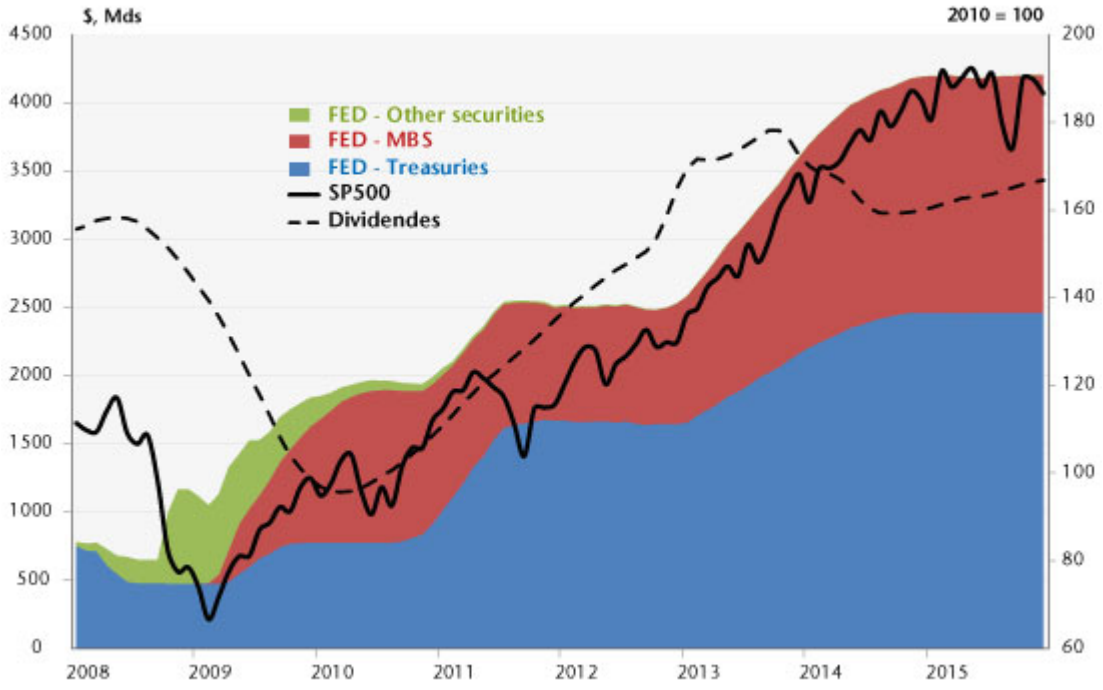
Si l'objectif final des banques centrales est la stabilité macroéconomique[1], la transmission de ces décisions aux variables objectifs (inflation et croissance) se fait *via* divers canaux dont certains s'appuient explicitement sur les variations de prix d'actifs. Ainsi, les effets attendus du QE sont supposés être notamment transmis par des effets dits de portefeuille. En achetant des titres sur les marchés, la banque centrale incite les investisseurs à réallouer leur portefeuille de titres à d'autres actifs. L'objectif est ainsi d'assouplir plus largement les conditions de financement de l'ensemble des agents économiques, pas uniquement de ceux dont les titres sont ciblés par le programme de QE. Ce faisant, l'action de la banque centrale pousse les prix d'actifs à la hausse. Il n'est donc pas surprenant d'observer une

augmentation des cours boursiers en lien avec le QE aux Etats-Unis.

Toute hausse du prix d'un actif n'est pas une bulle

Par ailleurs, il faut s'assurer que la corrélation entre les achats d'actifs et leur prix n'est pas qu'un simple artefact statistique. La hausse observée des prix pourrait aussi traduire une évolution favorable des fondamentaux et donc s'expliquer par l'amélioration des perspectives de croissance aux Etats-Unis. Le modèle standard de détermination du prix des actifs financiers établit que son prix est égal à la valeur actualisée des flux de revenus (dividendes) anticipés. Bien que ce modèle repose sur de nombreuses hypothèses (plutôt restrictives), il permet néanmoins d'identifier un premier candidat, l'évolution des dividendes, pour expliquer l'évolution du prix des actions aux Etats-Unis depuis 2008. Le graphique 1 montre clairement une corrélation entre la série des dividendes[2] versés et l'indice boursier S&P 500 entre avril 2010 et octobre 2013. Une partie de la hausse des actions s'explique donc tout simplement par la hausse des dividendes : le déterminant usuel des cours boursiers. Au regard de cet indicateur, seule la période qui commence au début de l'année 2014 pourrait alors indiquer une déconnexion entre les dividendes et le prix des actions et donc signaler éventuellement un sur-ajustement.

Graphique 1. Assouplissement quantitatif et cours boursier aux États-Unis



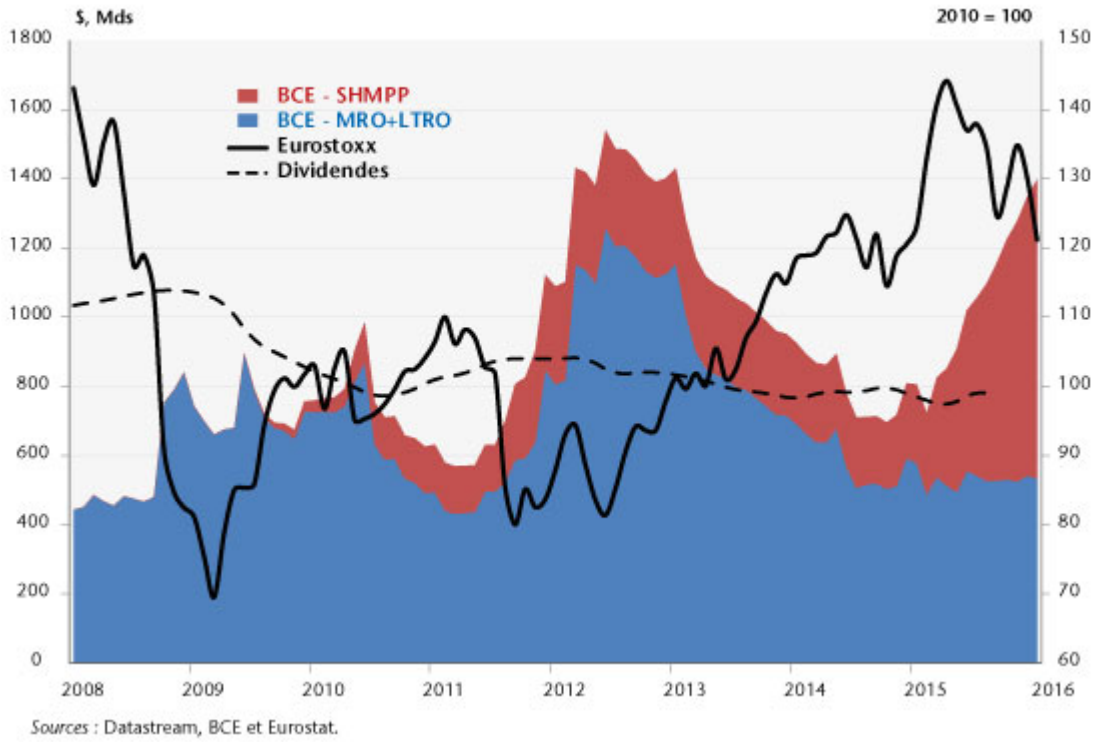
Sources : Datastream, Reserve fédérale et Bureau of Economic Analysis.

Une corrélation que l'on ne retrouve pas dans la zone euro

Si la théorie selon laquelle les politiques monétaires non-conventionnelles créent des bulles est vraie, elle devrait alors également s'observer dans la zone euro. Pourtant, le même graphique que celui effectué pour les Etats-Unis ne permet pas de valider le lien entre les liquidités offertes par la BCE et l'indice boursier Eurostoxx (graphique 2). La première phase d'augmentation de la taille du bilan de la BCE, *via* ses opérations de refinancement qui débutent en septembre 2008, intervient au moment de l'effondrement des bourses mondiales, à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers. De même, les opérations de refinancement à très long terme proposées par la BCE en fin d'année 2011 ne semblent pas corrélées avec l'indice boursier. La remontée du prix des actions coïncide en fait avec l'annonce de Mario Draghi de juillet 2012 qui met un coup d'arrêt aux inquiétudes sur un éventuel éclatement de la zone euro. Il est certes toujours possible d'argumenter que la banque centrale a joué un rôle mais il n'en demeure pas moins que le lien entre liquidités et prix d'actifs disparaît. A la fin de l'année 2012, les banques

remboursent leurs prêts à la BCE, ce qui diminue de fait les liquidités en circulation. Enfin, la période récente illustre à nouveau la fragilité de la thèse selon laquelle le QE créerait des bulles. C'est précisément au moment où la BCE met en œuvre un programme d'achat de titres d'envergure, semblable à celui de la Réserve fédérale, que l'on observe une chute des indices boursiers mondiaux et plus particulièrement l'Eurostoxx.

Graphique 2. Assouplissement quantitatif et cours boursier dans la zone euro



Sources : Datastream, BCE et Eurostat.

Doit-on en conclure que le lien QE-bulles est faux ?

Pas nécessairement. Mais pour répondre à cette question, il convient d'abord d'identifier précisément la part de la hausse qui est due aux fondamentaux (dividendes et perspectives des firmes pour les actions). Une bulle est généralement définie comme l'écart entre le prix constaté et une valeur dite fondamentale. Dans un document de travail à paraître, nous proposons d'identifier les périodes de sur- ou sous-évaluation de plusieurs prix d'actifs pour la zone euro et les Etats-Unis. Notre approche consiste à estimer différents modèles de prix d'actifs et d'en extraire une composante non expliquée

par les fondamentaux qui est alors qualifiée de « bulle ». Nous montrons ensuite que pour la zone euro, la politique monétaire au sens large (conventionnelle et non-conventionnelle) de la BCE ne semble pas avoir d'effet significatif sur la composante « bulle » (non-expliquée par les fondamentaux) des prix d'actifs. Les résultats sont plus probants pour les Etats-Unis et suggèrent que le QE pourrait avoir un effet significatif sur la composante « bulle » de certains prix d'actifs.

Cette conclusion ne signifie pas pour autant que les banques centrales ou les régulateurs soient désarmés et ignorants face à ce risque. Plutôt que de tenter de décortiquer chaque mouvement de prix d'actifs, les banques centrales devraient porter leur attention sur les fragilités financières, et la capacité des agents (financiers et non-financiers) à absorber de fortes fluctuations des prix d'actifs. La meilleure prévention contre les crises financières consiste donc davantage à surveiller en continu la prise de risque des agents plutôt que de tenter de limiter les variations de prix d'actifs.

[1] Nous préférons une définition large de l'objectif final qui permet de tenir compte de la diversité des formulations institutionnalisées des objectifs des banques centrales. Si le mandat de la BCE est prioritairement axé sur la stabilité des prix, le double mandat prévaut pour la Réserve fédérale.

[2] La série des dividendes versés présente une forte saisonnalité et a donc été lissée par une moyenne mobile sur 12 mois.

Semestre européen : évaluer l'orientation agrégée de la politique budgétaire c'est bien, débattre de son impact économique c'est encore mieux

par Raul Sampognaro

Le 26 novembre, la Commission européenne a lancé le Semestre Européen avec la publication du Rapport Annuel sur la Croissance (2016 AGS selon son acronyme en anglais) et de la recommandation de politique économique pour l'ensemble de la zone euro. La Commission juge, en raison des externalités générées par la politique budgétaire entre les Etats membres et des contraintes pesant actuellement sur la politique monétaire, qu'il est nécessaire de renforcer l'attention portée sur l'orientation agrégée de la politique budgétaire dans la zone euro. Le jugement porté sur cette orientation doit tenir compte notamment des facteurs cycliques, mettant ainsi en avant le rôle de stabilisation macroéconomique de la politique budgétaire. Les services de la Commission considèrent qu'une politique globalement neutre est appropriée au contexte actuel, en raison des risques qui pèsent sur la reprise et du niveau toujours élevé du taux de chômage.

L'ouverture du débat sur la politique budgétaire d'ensemble de la zone euro constitue indéniablement un pas dans la bonne direction pour améliorer le cadre d'élaboration de la politique macroéconomique dans la zone euro. La crise de la zone euro, déclenchée en 2012, s'explique en grande partie par les fragilités dans la construction de l'Union monétaire. L'inadaptation du cadre de coordination des politiques macroéconomiques a été l'une des principales failles dévoilées

par la crise. Avant-crise, la BCE devait gérer seule les chocs communs à l'ensemble de l'Union alors que les politiques budgétaires nationales étaient censées contrecarrer les chocs asymétriques. En outre, la politique budgétaire devait aussi assurer la soutenabilité de la dette publique afin d'éviter la montée des taux d'intérêt et le risque de contagion. Le respect de ce double objectif pour la politique budgétaire était supposé garanti par le respect des règles du Pacte de stabilité et de croissance (PSC). Ce cadre a échoué pendant la crise. D'une part, les règles du PSC se concentrent quasi-exclusivement sur un seul des objectifs assignés à la politique budgétaire : la réduction de la dette publique. D'autre part, la décentralisation du processus de décision concernant la politique budgétaire a eu pour conséquence un résultat d'ensemble inadéquat. Ainsi, les règles du PSC ont généré un ajustement structurel très fort et mal calibré dans les pays ayant subi plus fortement la crise de la zone euro alors que les pays disposant de marges fiscales ne les ont pas mobilisées pour soutenir la croissance.

Dans la gouvernance européenne, l'indicateur préféré pour mesurer l'orientation de la politique budgétaire est la variation du solde structurel. Ainsi, l'orientation d'ensemble de la politique budgétaire est calculée en faisant la somme pondérée (par le poids du PIB en valeur) des variations du solde structurel de chacun des Etats membres. Cet indicateur permet d'évaluer les évolutions du déficit à long terme, une fois les effets du cycle conjoncturel purgés. Si cet indicateur est attrayant théoriquement, il est largement tributaire des hypothèses faites sur la croissance potentielle et le PIB potentiel : même en partant d'hypothèses de finances publiques identiques, l'évolution du solde structurel sera différente (voir les lignes 2 et 3 du tableau 1). Sur la base de cet indicateur et en utilisant les hypothèses de finances publiques réalisées par la Commission européenne, la politique budgétaire serait globalement neutre, voire légèrement expansionniste, dans la zone euro en 2015 et en 2016, jugement

qui est partagé par le rapport iAGS 2016. Suivant les annonces des gouvernements dans les Programmes de stabilité du mois de mai, l'équipe iAGS prévoit le retour de la consolidation budgétaire en 2017. Ce résultat diffère de celui de la Commission européenne, qui tient compte exclusivement des mesures pour lesquelles les mesures législatives sont déjà mises en œuvre.

Tableau 1. Orientation globale de la politique budgétaire de la zone euro

En point de PIB

Variation du solde structurel	2015	2016	2017
2016 iAGS	-0,1	-0,1	0,2
Commission, Prévision d'automne	-0,1	-0,1	-0,1
Commission, sur la base de l'*output gap* calculé par l'OCDE	0,0	-0,1	-0,1

Note : En 2017, la variation du solde structurel est calculée sur la base des mesures déjà votées dans le scenario de la Commission. La prévision de l'équipe iAGS tient compte des annonces faites dans les Programmes de Stabilité envoyés par les gouvernements à la Commission.
Sources: Ameco, OCDE, Draft Budgetary Plans et Programmes de Stabilité.

Dans le rapport iAGS 2016, nous proposons une nouvelle façon de calculer l'orientation agrégée de la politique budgétaire, d'une façon qui tienne compte des avancées de la théorie économique. Selon la littérature, le multiplicateur des dépenses publiques – qui pèsent dans la plupart des principales économies de la zone euro – est supérieur, au moins à court terme, à celui associé aux mesures fiscales qui sont orientées à la baisse et devraient soutenir l'activité. Ceci est particulièrement vrai en période où l'activité est sensiblement inférieure à son niveau potentiel. L'indicateur proposé pondère l'impact macroéconomique des politiques budgétaires nationales[1].

Une fois que la composition et la localisation des impulsions budgétaires sont prises en compte, l'évaluation de la politique budgétaire mise en place dans la zone euro est modifiée. Selon nos calculs, la politique budgétaire pèsera légèrement sur la croissance du PIB en 2016 (-0,1 point de PIB, tableau 2) malgré la dégradation anticipée du solde structurel. Ce paradoxe peut s'expliquer à la fois par la localisation de l'impulsion – elle aura peu d'impact sur le PIB car elle sera largement concentrée en Allemagne (où les

multiplicateurs sont bas car l'*output gap* est quasiment fermé), et par sa composition en Italie et en Espagne (où l'impulsion est faite à partir des baisses d'impôts avec un faible impact expansionniste à court terme, et partiellement compensée par des économies en dépenses à fort multiplicateur).

Tableau 2. Impact de la politique budgétaire sur le PIB de la zone euro

En point de PIB

Impact de la politique budgétaire sur le PIB de la ZE	2015	2016	2017
2016 iAGS	0,1	-0,1	-0,2
Commission, Prévision d'automne	0,2	0,0	0,1
Commission, sur la base de l'*output gap* calculé par l'OCDE	0,0	-0,1	0,1

Sources: Ameco (Prévision d'automne 2015) et OCDE (EO 97).

Ce paradoxe entre une politique budgétaire légèrement expansionniste avec des effets récessifs montre que le débat ne doit pas se focaliser exclusivement sur l'orientation de la politique budgétaire mais doit inclure les modalités de sa déclinaison. Ainsi, deux nouveaux sujets semblent importants dans les débats européens : celui de l'utilisation des marges budgétaires – l'expansion budgétaire pourrait être plus importante dans les pays non contraints – et celui du besoin de flexibilité dans l'application du PSC – les règles budgétaires doivent tenir compte de la taille des multiplicateurs et concentrer la relance dans les pays où celle-ci sera plus efficace. L'analyse précise de la position de chaque pays vis-à-vis du PSC montre que très peu de pays auraient de l'espace fiscal dans le cadre actuel de la gouvernance européenne. Selon l'analyse des Projets de Lois de Finances (DBP, selon son acronyme en anglais) réalisé par la Commission européenne, seule l'Allemagne disposerait des marges de manœuvre pouvant influencer la croissance dans l'ensemble de l'Union monétaire. Toutefois, on peut questionner l'efficacité d'une relance budgétaire en Allemagne, surtout au regard d'un objectif de fermeture de l'*output gap* et de baisse du chômage dans la zone euro. Ceci soulève une nouvelle question si on veut réaliser une politique budgétaire contra-cyclique sans dégrader la

soutenabilité des dettes publiques des Etats membres plus affectés par la crise. Ainsi, il faut se questionner sur la nécessité d'un budget fédéral consacré à la stabilisation macroéconomique surtout quand la politique monétaire est contrainte – comme dans une situation de déflation et de trappe à liquidité. Cette réflexion aurait motivé la mise en place du Plan Juncker, cherchant à augmenter le niveau de l'investissement dans la zone euro. Toutefois, l'efficacité de ce plan peut être remise en question. Ce plan repose sur des hypothèses irréalistes sur les effets de levier du financement public ; et la modalité de sélection des projets, suivant leur rentabilité économique, peut engendrer un biais pro-cyclique, le contraire de ce qui devrait être recherché. Ainsi, le Plan Juncker, qui d'ailleurs n'a pas vocation à être pérennisé, peut s'avérer insuffisant pour générer le choc de demande dont a besoin la zone euro pour sortir de la trappe à liquidité dans laquelle elle est embourbée.

Tout compte fait, l'impulsion fiscale prévue pour 2016 (+0,1 point de PIB selon la mesure plus optimiste) ne sera pas à la hauteur de la situation. Une hausse coordonnée de l'investissement public dans les pays de la zone euro, concentrée sur les objectifs fixés par la stratégie Europe 2020, constituerait indéniablement une meilleure politique à celle qui est actuellement proposée. Elle serait plus équilibrée et permettrait de satisfaire à la fois les objectifs de court terme (baisse du chômage) et de long terme (hausse de l'investissement en R&D, lutte contre le réchauffement climatique, amélioration des infrastructures). L'introduction d'une règle d'or dans la gouvernance budgétaire européenne, permettant d'exclure du calcul du déficit les projets d'investissement public jugés utiles pour l'ensemble de la zone euro, permettrait de réaliser ce stimulus dans le respect des règles de la bonne gestion budgétaire et en préservant la soutenabilité des dettes publiques.

[1] Un indicateur construit sur le même principe est publié trimestriellement aux Etats-Unis par la Brookings Institution http://www.brookings.edu/research/interactives/2014/fiscal-barometer

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.

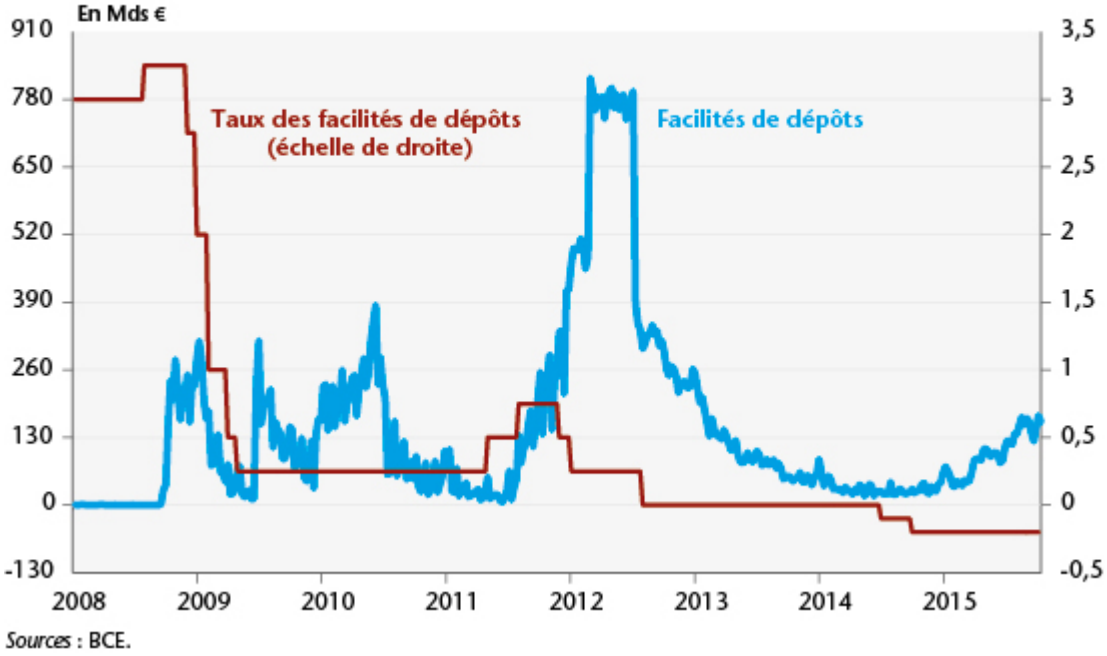
L'évaluation de la conjoncture faite par la BCE est claire, autant du côté de la croissance : « *Les risques pour les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, traduisant notamment les incertitudes accrues entourant les évolutions dans les économies de marché émergentes* » 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.

Graphique : Taux d'intérêt et montants des facilités de dépôts auprès de la BCE



Sources : BCE.

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.

Les effets redistributifs du QE de la BCE

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

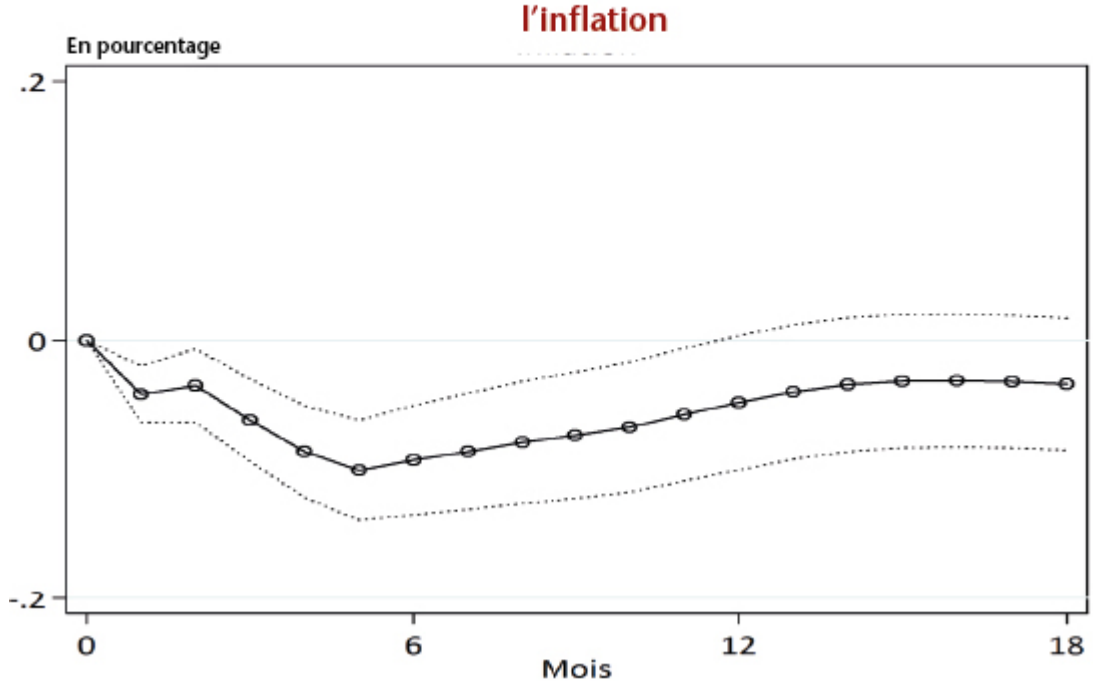
L'augmentation des inégalités de revenus et de patrimoine est devenue un sujet incontournable dans les discussions de politique économique, jusqu'à s'immiscer dans les évaluations des effets des politiques monétaires menées aux Etats-Unis et au Japon, précurseurs des politiques massives de *Quantitative Easing* (*QE*). La question se pose donc de savoir si la politique de *QE* de la BCE a eu ou aura des effets redistributifs.

Dans un document préparé pour le Parlement européen, Blot et al. (2015) rappellent que deux conclusions opposées se dégagent de la littérature empirique. Aux Etats-Unis, la baisse des taux directeurs par la Fed y réduirait les

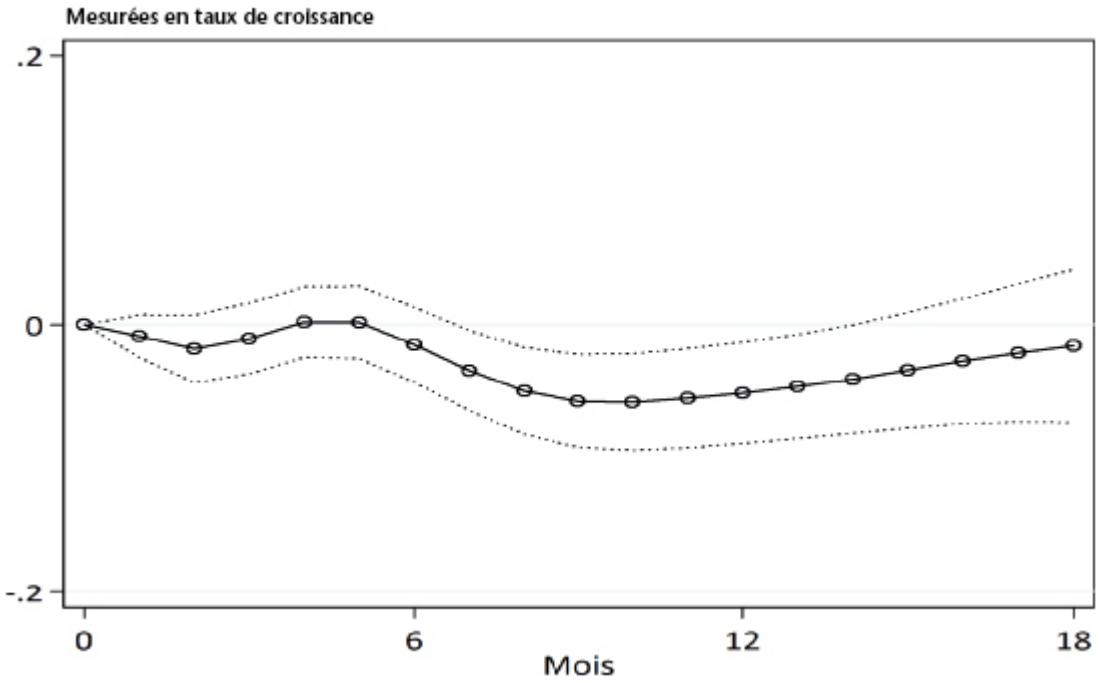
inégalités. A l'inverse, une politique expansionniste de type *QE* au Japon y augmenterait les inégalités. Mais qu'en est-il en Europe ?

A partir de données macroéconomiques agrégées pour l'ensemble de la zone euro, Blot *et al.* (2015) montrent que les politiques monétaires européennes, conventionnelles et non conventionnelles, ont eu un effet, certes, mais limité, sur le taux de chômage, le nombre d'heures travaillées et le taux d'inflation (voir graphiques). Ce résultat suggère donc que la politique monétaire expansionniste de la BCE a bien eu un effet de réduction sur les inégalités, mais mineur. Lorsque la BCE décidera d'en finir avec ses politiques expansionnistes, il faudra donc s'attendre à un effet faible mais à la hausse sur les inégalités. En raison de cet effet, aussi faible soit-il, Blot *et al.* (2015) suggèrent que la BCE ne devrait pas rendre des comptes uniquement sur la stabilité des prix ou sur la croissance économique, mais aussi sur les répercussions de ses politiques en termes d'inégalités et des moyens mis en œuvre pour en tenir compte.

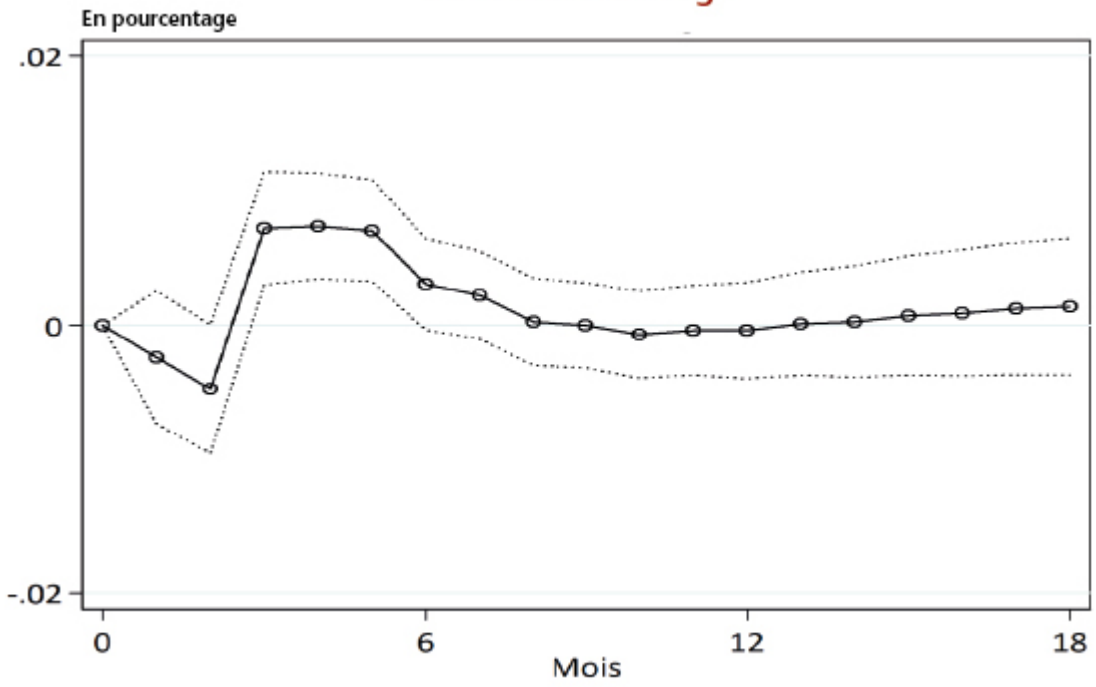
Graphiques. Les effets d'un choc restrictif de politique monétaire (hausse de 0,2 point de pourcentage du taux d'intérêt implicite) dans la zone euro sur...



les heures travaillées



le taux de chômage



Source: Calculs des auteurs.

Grèce : un accord, encore et encore

par Céline Antonin, Raul Sampognaro, Xavier Timbeau, Sébastien Villemot

… La même nuit que la nuit d'avant
Les mêmes endroits deux fois trop grands
T'avances comme dans des couloirs
Tu t'arranges pour éviter les miroirs
Mais ça continue encore et encore …

Francis Cabrel, Encore et encore, 1985.

À quelques heures d'un sommet européen exceptionnel sur la Grèce, un accord pourrait être signé et permettrait de clore le second plan d'aide à la Grèce, débloquant la dernière tranche de 7,2 milliards d'euros. La Grèce pourrait alors faire face aux échéances de la fin juin auprès du FMI (1,6 Mds d'euros), puis de celles de juillet et août auprès de la BCE (6,6 Mds d'euros) et à nouveau auprès du FMI (0,45 Mds d'euros). A la fin du mois d'août, la dette de la Grèce auprès du FMI pourrait augmenter de presque 1,5 Mds d'euros, puisque le FMI contribue à hauteur de 3,5 Mds d'euros à la tranche de 7,2 Mds d'euros.

Jusqu'au mois de septembre, la Grèce doit rembourser un total de 8,6 Mds d'euros et, jusqu'à la fin de l'année, presque 12 Mds d'euros, soit des besoins qui excèdent les 7,2 Mds d'euros sur lesquels porte la négociation avec le Groupe de Bruxelles (*i.e.* l'ex troïka). À cet effet, le fonds hellénique de stabilité financière (HFSF) pourrait être mobilisé, à hauteur d'environ 10 Mds d'euros, mais il ne serait plus disponible pour recapitaliser les banques.

Si un accord est signé, il risque fort d'être difficile à tenir. En premier lieu, la Grèce va devoir faire face à la

panique bancaire (*bank run*) en cours (le calme apparent devant les agences bancaires n'a pas empêché que plus de 6 Mds d'euros soient retirés la semaine dernière d'après le *Financial Times*). Or, même si un accord peut écarter pour un temps le scénario de la sortie de la Grèce de la zone euro, la perspective de taxes exceptionnelles ou d'une réforme fiscale peut dissuader le retour des fonds vers les établissements grecs. Par ailleurs, l'accord devrait inclure un excédent primaire de 1 % du PIB d'ici à la fin de l'année 2015. Or les informations sur l'exécution budgétaire jusqu'au mois de mai 2015 (publiées le 18 juin 2015) montrent que les recettes continuent d'être inférieures à la projection initiale (– 1 Mds d'euros), traduisant une situation conjoncturelle très dégradée depuis le début de l'année 2015. Certes, ces moindres rentrées fiscales sont plus que compensées par la baisse des dépenses (presque 2 Mds). Mais il s'agit-là d'une comptabilité de caisse. Le bulletin mensuel d'avril 2015, publié le 8 juin 2015, fait apparaître des arriérés de paiement du gouvernement central en hausse de 1,1 Mds d'euros depuis le début de l'année 2015. Il paraît presque impossible qu'en six mois, même avec une excellente saison touristique, le gouvernement grec rattrape ce retard et affiche, en comptabilité de droits constatés, un surplus primaire de 1,8 Mds d'euros. Un nouveau resserrement budgétaire pénaliserait une activité déjà en berne et pourrait être d'autant plus inefficace que les acteurs seraient fortement incités à sous-déclarer leurs impôts dans un contexte où l'accès à la liquidité sera particulièrement difficile. Le gouvernement grec pourra jouer sur la collecte de l'impôt, mais introduire un nouveau plan d'austérité serait politiquement et économiquement suicidaire. La discussion d'un troisième plan d'aide devra certainement être lancée, en incluant en particulier une négociation sur l'allègement de la dette grecque et des contreparties à cet allègement.

L'accord qui pourrait être trouvé dans les prochains jours risque d'être très fragile. Retrouver un peu de croissance en

Grèce suppose d'abord de faire à nouveau fonctionner le financement de l'économie et de retrouver un peu de confiance. Cela supposerait aussi de traiter les questions de la Grèce en profondeur et de trouver un accord pérenne, sur plusieurs années, dont les étapes à court terme doivent absolument être adaptées à la situation présente de la Grèce. Nous avions, dans notre étude spéciale « La Grèce sur la corde raide », analysé les conditions macroéconomiques de la soutenabilité de la dette grecque. Plus que jamais la Grèce est sur la corde raide. Et la zone euro avec elle.