

Quelles sont les marges de manœuvre pour les finances publiques françaises dans un univers de taux d'intérêt durablement bas ?

Par [Eric Heyer](#) et [Xavier Timbeau](#)

En France, comme dans l'ensemble des pays de l'OCDE, les taux d'intérêt souverains baissent et sont maintenant inférieurs à la croissance potentielle nominale. Les raisons avancées de cette baisse sont multiples : politiques monétaires ultra-expansionnistes, insuffisance de l'offre d'actifs sûrs par rapport à la demande, excès d'épargne privée, anticipations de croissance économique à la baisse. Les conséquences économiques le sont également : ce que cela implique pour les anticipations, l'investissement, la soutenabilité des intermédiaires financiers ou encore l'allocation des capitaux sur les actifs risqués. Nous nous intéressons ici au point de vue budgétaire et aux marges de manœuvre pour les finances publiques françaises à l'horizon 2030, ouvertes par la perspective de taux durablement bas.

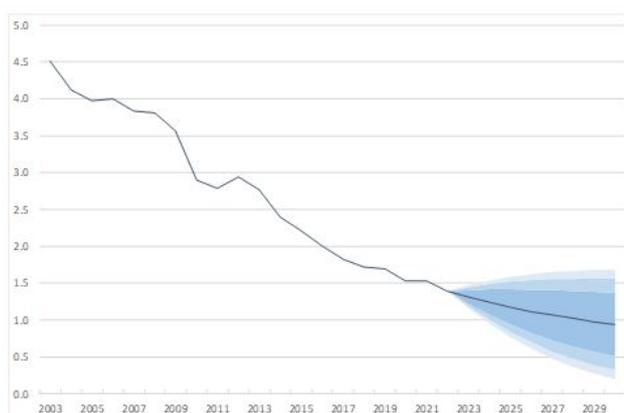
Partant de la situation anticipée pour 2021 [dans la dernière prévision de l'OFCE](#), deux cas polaires sont considérés pour la période 2022-2030 :

1. Dans le premier, celui du *statu quo*, les taux d'intérêt auxquels emprunte l'Etat français restent bas. Ainsi,

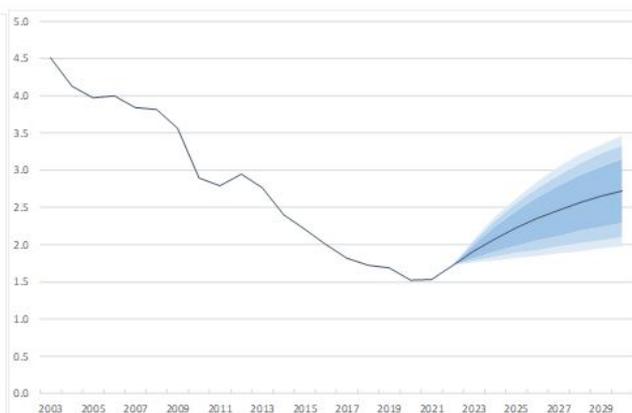
l'écart entre le taux souverain français à 10 ans et la croissance nominale resterait constant autour de -2 points. Compte tenu de la maturité de la dette française (supérieure à 7 ans), le taux apparent continuerait de baisser jusqu'à 1% en 2030 (graphique 1).

2. Le second cas est une situation de « normalisation » du taux souverain qui, dès 2022, se stabiliserait en moyenne à 2,7%. Le taux apparent augmenterait alors progressivement tout au long de la période d'analyse comme l'illustre le graphique 2, jusqu'à 2,7% en 2030. Dans chacun des cas, un aléa est simulé autour des scénarios de référence.

1. Situation de taux durablement bas



2. Situation de normalisation rapide des taux



Note de lecture : Pour les années 2022-2030, nous associons à notre projection un intervalle de confiance simulée à l'aide de la méthode de Monte- Carlo. Le premier intervalle est à 75 %, le deuxième à 90 % et le troisième à 95 %.

Source : Calculs des auteurs

A l'intérieur de ces deux cas polaires, nous simulons l'incidence de la stratégie budgétaire de la France :

1. La première stratégie consiste à respecter les règles budgétaires du PSC, en procédant à des ajustements structurels de 0,5 point de PIB jusqu'à ce que le déficit public structurel soit de 0,4 point de PIB. Partant d'un déficit structurel en

2021 de 1,5 point de PIB, cette stratégie impose 2 années d'ajustement de 0,5 point (2022 et 2023), une année à 0,1 point (2024) et neutre ensuite.

2. La seconde stratégie, plus proche de celle du gouvernement présent, consiste à recycler la réduction de la charge d'intérêt dans le soutien à l'activité. Ainsi, l'ajustement structurel est nul et le déficit structurel reste à 1,5 point de PIB jusqu'en 2030.

Un résumé des simulations est présenté dans le tableau 1.

Tableau 1. Dette publique et marges de manœuvre budgétaires à l'horizon 2030

	Taux d'intérêt durablement bas		Normalisation rapide des taux d'intérêt	
	Respect des règles budgétaires	Pas d'ajustement budgétaire	Respect des règles budgétaires	Pas d'ajustement budgétaire
Dette publique (en pts de PIB)				
En 2030	87.2	91.3	90.5	95
Δ 2030-2021	-11.3	-7.2	-8.0	-3.5
Impulsion Budgétaire primaire (en pts de PIB)				
Cumul 2022-2030	-0.4	0.6	-2.1	-1.1

Source : Calculs des auteurs

Trois résultats principaux ressortent :

1. Dans tous les cas, la dette publique baisserait à l'horizon 2030. Cette baisse serait faible (-3,5 points de PIB entre 2021 et 2030) – proche de la stabilité – si les taux se normalisent rapidement et qu'il n'y a pas d'ajustement budgétaire. Elle serait de plus de 10 points de PIB (soit plus de 1 point de réduction par an) dans un contexte de taux durablement bas et de respect des règles budgétaires ;
2. Le non-respect de règles budgétaires permet de dégager 1 point de PIB de marges budgétaires primaires à l'horizon

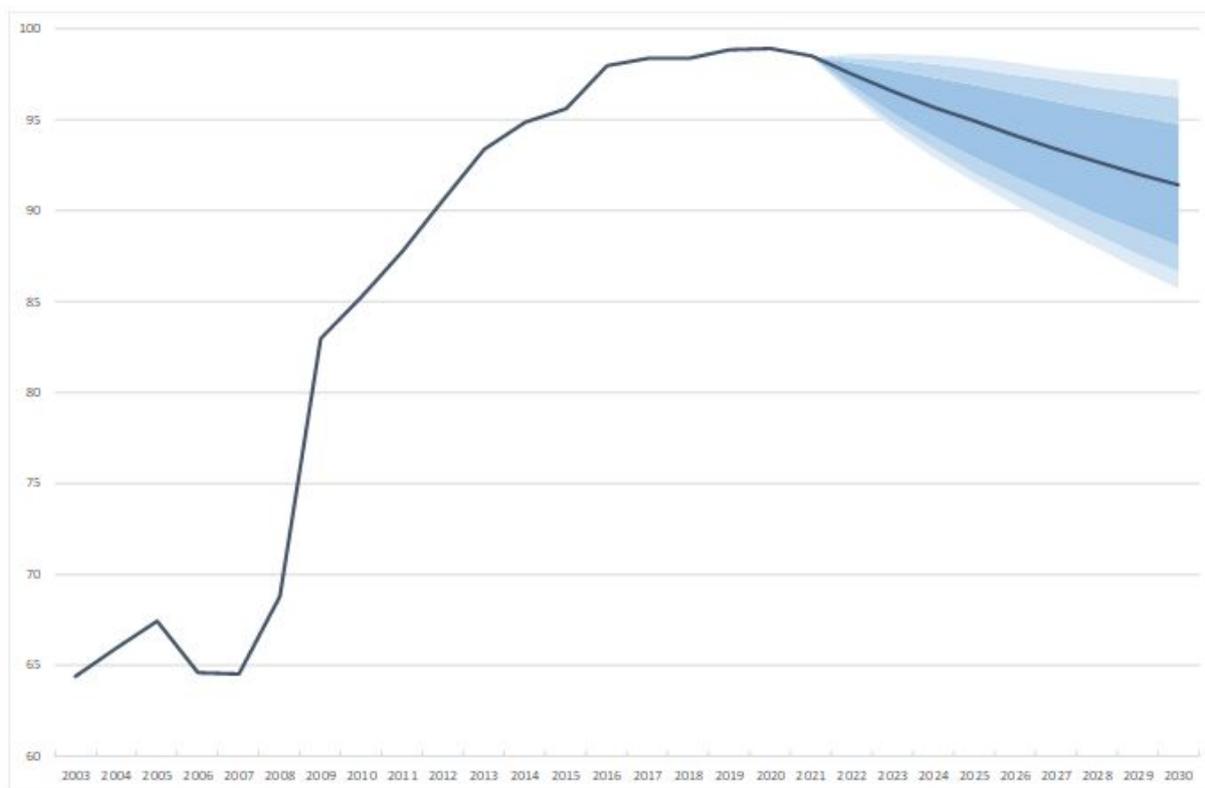
2030 ;

3. Des taux d'intérêt bas (par rapport à leur normalisation) permettent 1,7 point de PIB de marges budgétaires primaires à l'horizon 2030 ;

Enfin, dans le cas qui nous apparaît le plus probable, à savoir le maintien de taux durablement bas et l'absence d'ajustement budgétaire, la baisse de la dette publique serait limitée (graphique 3). L'incertitude usuelle ne remettrait pas en cause ce scénario, mais une crise majeure le rendrait évidemment caduque. On pourrait également opposer que les taux souverains bas sont le symptôme d'une crise latente. Notre optique est que cette crise est de fait incluse dans le scénario de croissance et que c'est au contraire le scénario de normalisation des taux qui devrait intégrer un rebond de l'activité plus important.

3. Evolution de la dette publique à l'horizon 2030 dans le scénario de taux durablement bas et sans ajustement budgétaire

En % du PIB



Note de lecture : Pour les années 2022-2030, nous associons à notre projection un intervalle de confiance simulée à l'aide de la méthode de Monte- Carlo. Le premier intervalle est à 75 %, le deuxième à 90 % et le troisième à 95 %. La simulation repose sur la reproduction de la variance observée *hors crise de 2008* de la croissance et des primes de risque. La simulation n'intègre donc pas d'évènements exceptionnels comme une crise majeure.

Source : Calculs des auteurs

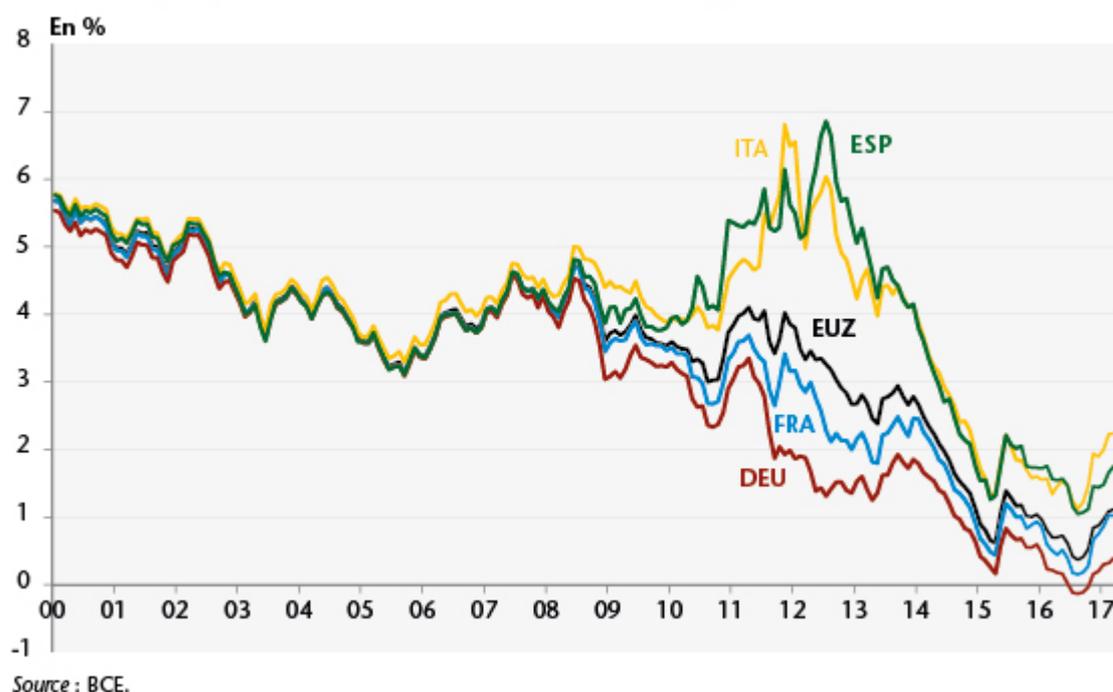
Quels facteurs expliquent la récente hausse des taux d'intérêt longs ?

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#), [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

Depuis l'éclatement de la crise financière, l'évolution des taux d'intérêt souverains à long terme dans la zone euro a

connu de larges fluctuations ainsi que des périodes de forte divergence entre les États membres, notamment entre 2010 et 2013 (graphique 1). Une forte réduction des taux à long terme a débuté après juillet 2012 et le célèbre « Whatever it takes » de Mario Draghi. Malgré la [mise en œuvre](#) et [l'extension](#) du programme d'achat de titres publics (PSPP) en 2015 et bien qu'ils restent à des niveaux historiquement bas, les taux d'intérêt souverains à long terme ont récemment augmenté.

Graphique 1 : Taux d'intérêt souverains à long terme dans la zone euro



La hausse récente des taux d'intérêt souverains à long terme de la zone euro peut avoir plusieurs interprétations. Il se peut que, compte tenu de la situation économique et financière actuelle, la hausse des taux d'intérêt à long terme reflète la croissance et les anticipations de croissance future [orientées à la hausse](#) dans la zone euro. Un autre facteur pourrait être que les marchés obligataires de la zone euro suivent les marchés américains : les taux européens augmenteraient à la suite de la hausse des taux américains malgré les [divergences](#) entre l'orientation des politiques de la BCE et celle de la Fed. L'impact de la politique monétaire de la Fed sur les taux d'intérêt de la zone euro serait ainsi plus fort que celui de

la politique de la BCE. On peut aussi imaginer que la récente hausse n'est pas en ligne avec les fondamentaux de la zone, ce qui, par conséquent, compromettrait la sortie de crise en rendant plus difficile le désendettement alors que les dettes publiques et privées restent élevées.

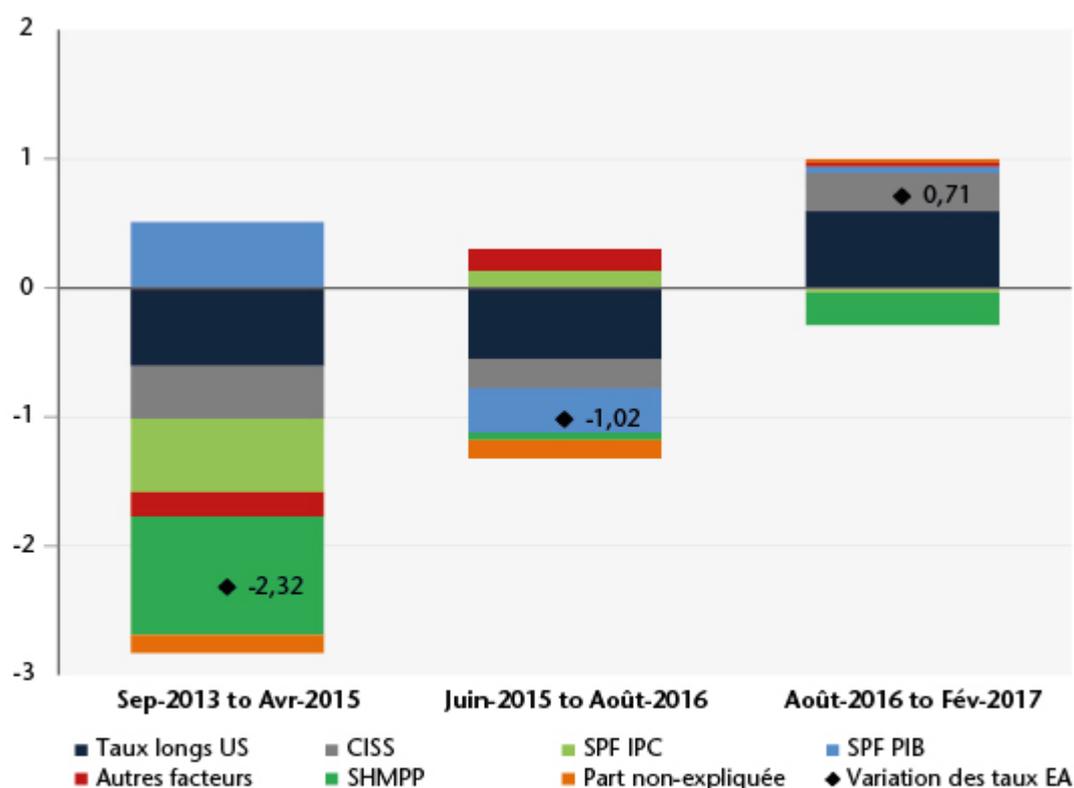
Dans une récente [étude](#), nous calculons les contributions des différents déterminants des taux d'intérêt à long terme et mettons en évidence les plus importants. Les taux d'intérêt à long terme peuvent réagir aux anticipations privées de croissance et d'inflation, aux fondamentaux économiques ainsi qu'aux politiques monétaires et budgétaires, tant domestiques (en zone euro) qu'étrangères (aux Etats-Unis par exemple). Ils peuvent aussi réagir aux perceptions de différents risques, financiers, politiques ou économiques [\[1\]](#). Le graphique 2 présente les principaux facteurs qui influent positivement et négativement sur les taux d'intérêt à long terme de la zone euro sur trois périodes différentes.

Entre septembre 2013 et avril 2015, le taux d'intérêt à long terme de la zone euro a diminué de 2,3 points de pourcentage. Au cours de cette période, seules les anticipations de croissance du PIB ont eu une incidence positive sur les taux d'intérêt alors que tous les autres facteurs les ont poussés à la baisse. En particulier, le taux d'intérêt à long terme des États-Unis, les anticipations d'inflation, la réduction du risque souverain et les politiques non-conventionnelles de la BCE ont contribué à la baisse des taux d'intérêt de la zone euro. Entre juin 2015 et août 2016, la nouvelle baisse d'environ 1 point de pourcentage s'explique principalement par deux facteurs : le taux d'intérêt à long terme et les anticipations de croissance du PIB aux États-Unis.

Entre août 2016 et février 2017, les taux d'intérêt à long terme ont progressé de 0,7 point de pourcentage. Alors que le programme d'achat d'actifs de la BCE a contribué à réduire le taux d'intérêt, deux facteurs ont contribué à son accroissement. Le premier est l'augmentation des taux

d'intérêt à long terme aux États-Unis après le resserrement de la politique monétaire de la Fed. Le second facteur découle des tensions politiques en France, en Italie ou en Espagne qui ont généré une perception du risque politique et du risque souverain plus élevée. Alors que le premier facteur pourrait continuer de pousser à la hausse les taux d'intérêt de la zone euro, le second devrait les faire reculer avec les résultats des élections présidentielles françaises.

Graphique 2 : Contributions à la variation des taux longs souverains de la zone euro



Note : SPF correspond au Survey of Professional Forecasters et mesure les anticipations privées d'inflation (IPC, Indice des prix à la consommation) et du PIB (Produit intérieur brut). Le CISS (Composite indicator of systemic stress) est un indicateur de stress sur les marchés financiers. SHMPP (Securities held for monetary policy purposes) mesure, dans les Weekly financial statements que publie la BCE, les montants des achats de titres obligataires réalisés par la BCE dans le cadre de ses politiques non-conventionnelles.

Source : calculs OFCE.

[1] L'estimation de l'équation de détermination des taux longs est réalisée sur la période janvier 1999 – février 2017 et explique 96% de la variation des taux longs sur cette période. Pour plus de détails sur les variables utilisées ou les paramètres estimés, voir [l'étude](#).

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.

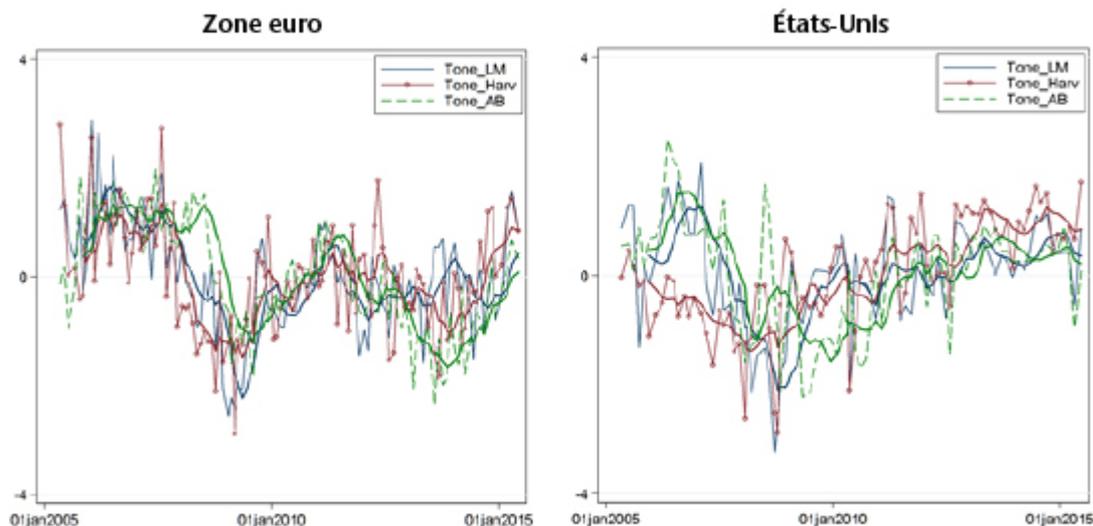
Notre étude a pour objectif de quantifier le « sentiment » véhiculé par la communication des banques centrales à travers les déclarations de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et la Réserve fédérale américaine (Fed) puis nous testons si cet optimisme ou ce pessimisme transmis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



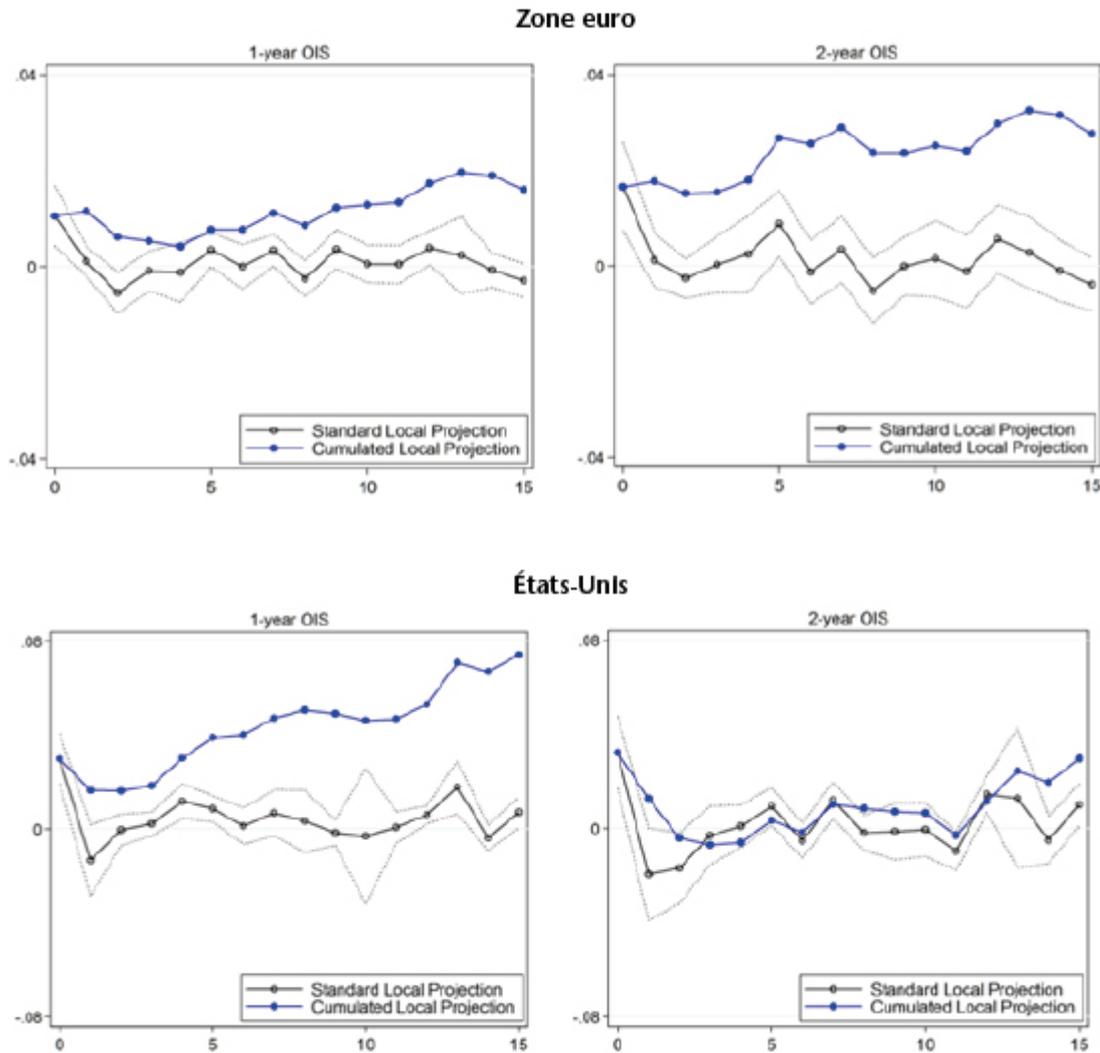
Source : Les variables de tonalité ont été calculées à partir de trois dictionnaires : Apel et Blix Grimaldi (2012) -AB-, Loughran et McDonald (2011) -LM-, et le General Inquirer's Harvard IV-4 psychosocial -Harv-. Ces variables de tonalité ont été normalisées. Les lignes en gras indiquent les moyennes 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 États-Unis. L'effet culminant se situe autour des maturités de 1 et 2 ans à la fois dans la zone euro et aux États-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).

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 comportement d'un seul investisseur ».

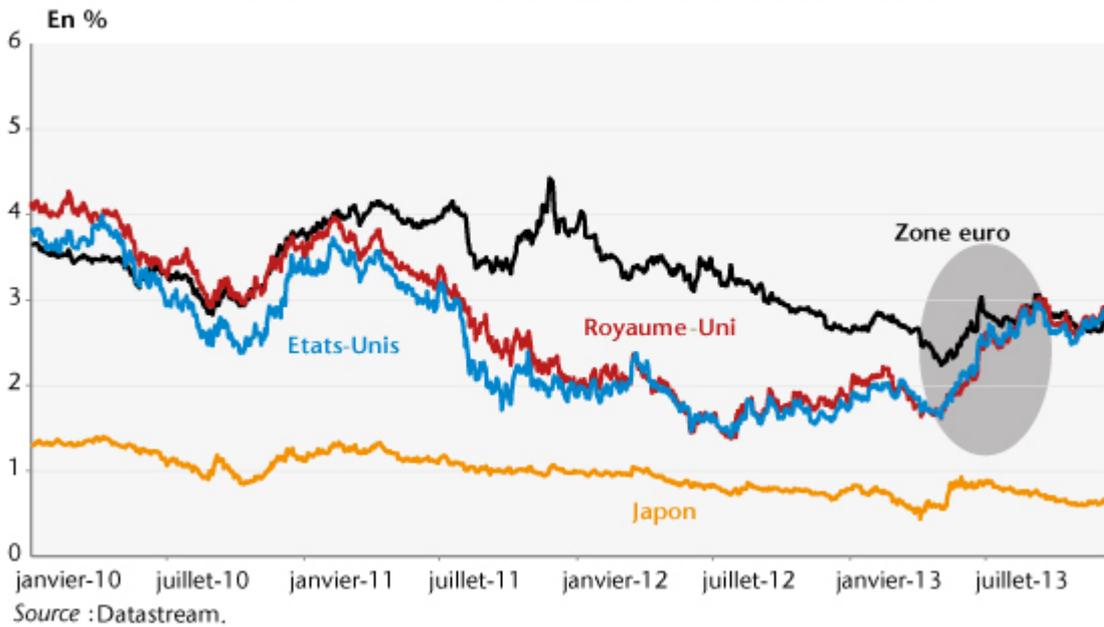
D'autre part, la réduction du portefeuille de titres publics détenus par la banque centrale devrait entraîner une hausse des taux longs. C'est en tout cas ce que suggère une partie de la littérature récente sur l'effet des politiques monétaires non conventionnelles. La dynamique des taux d'intérêt obligataires 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.

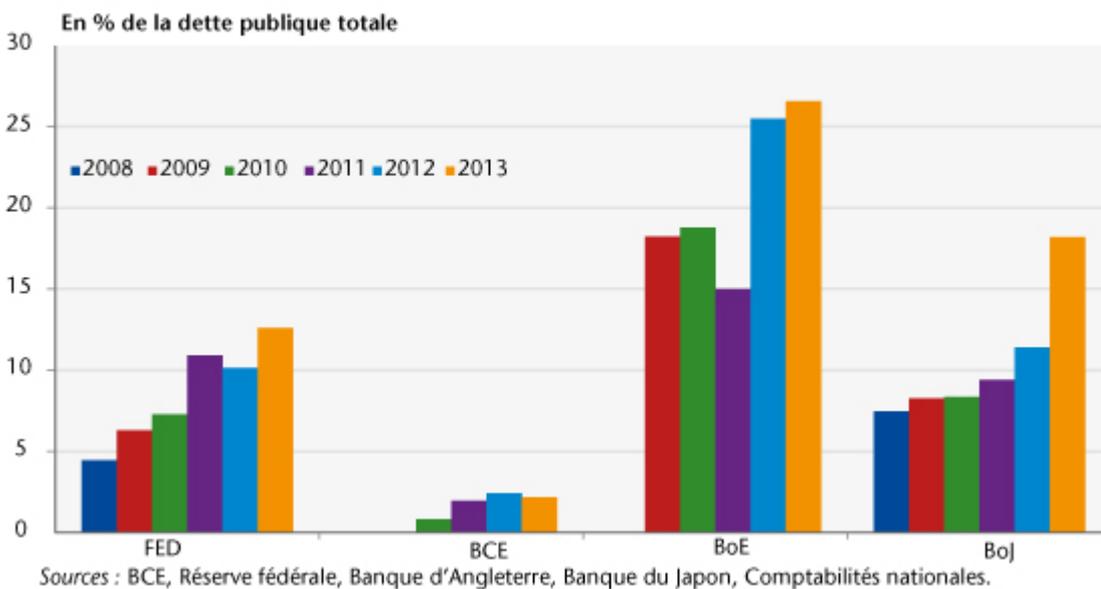
La nature de ces interactions, le contexte macroéconomique marqué par l'importance des dettes publiques et les risques d'instabilité financière rendent donc indispensable la coordination entre politiques monétaire et budgétaire. La citation de James Tobin reprise par Turner^[6] (2011) illustre parfaitement 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



Graphique 2. Dette publique nationale détenue par les banques centrales



[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.

Le clair-obscur du “forward guidance” de la BCE*

par [Paul Hubert](#) et Fabien Labondance

« *The Governing Council expects the key interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time*[\[1\]](#) ». Par ces mots prononcés le 4 juillet 2013 lors de la conférence de presse suivant la réunion mensuelle du Conseil

des Gouverneurs, Mario Draghi amorce l'adoption par la Banque centrale européenne (BCE) d'une nouvelle stratégie de communication dite de *forward guidance*. Ces mots ont été depuis ce jour toujours inclus dans son allocution qui suit l'annonce de politique monétaire de la BCE, et il les a à nouveau répétés [aujourd'hui\[2\]](#). Que faut-il en attendre ? Le *forward guidance* a été récemment adopté par plusieurs banques centrales, mais les modalités choisies par le BCE diffèrent et laissent entrevoir une efficacité limitée de cette mesure dans la zone euro.

La communication est devenue un élément à part entière de la conduite de la politique monétaire depuis que les taux directeurs sont maintenus à leur niveau plancher. Plus précisément, le *forward guidance* consiste à annoncer et à s'engager sur la trajectoire future du taux directeur. Par cet intermédiaire, les banques centrales souhaitent accroître la transparence de leur action et ancrer les anticipations. L'objectif est à la fois de préciser leur stratégie ainsi que leurs prévisions quant à l'évolution de la conjoncture. Dans le cas présent, les banques centrales souhaitent affirmer leur volonté de ne pas relever les taux d'intérêt dans un futur proche. Elles espèrent ainsi influencer les anticipations privées de taux courts, et donc les taux longs, afin de renforcer la transmission de la politique monétaire, et ainsi soutenir l'économie.

De la théorie...

Les promoteurs de la stratégie de *forward guidance*, au premier rang desquels figurent Eggertsson et Woodford (2003), suggèrent que l'efficacité de la politique monétaire peut être accrue avec une politique de taux d'intérêt stable et connue à l'avance. Cette proposition est justifiée par le fait que la demande de crédit dépend fortement des anticipations de taux d'intérêt à long terme, lesquelles dépendent des anticipations de taux à court terme. Ainsi, en annonçant à l'avance les niveaux futurs des taux d'intérêt, la banque centrale précise

ses intentions et dissipe l'incertitude reposant sur ses futures décisions. Cette stratégie est d'autant plus pertinente en situation de trappe à liquidité lorsque les taux nominaux sont proches de zéro, comme c'est le cas actuellement. L'outil traditionnel des banques centrales est alors contraint, les taux d'intérêt nominaux ne pouvant être négatifs. Les banques centrales ne peuvent donc plus influencer le prix des prêts accordés mais sont en revanche en mesure de jouer sur les volumes *via* les mesures non conventionnelles [\[3\]](#). Le canal des anticipations et l'envoi de signaux aux agents privés deviennent dès lors primordiaux et complètent l'assouplissement quantitatif.

Il est important de préciser que l'effet du *forward guidance* sur les taux longs et donc sur l'économie passe par la structure par terme des taux d'intérêt. Plusieurs théories tentent d'expliquer comment les taux varient en fonction de leur maturité. La structure par terme des taux d'intérêt peut être abordée sous l'angle de la théorie des anticipations qui suppose que les taux longs sont une combinaison des taux courts futurs anticipés et donc que les différentes maturités sont des substituts parfaits. De son côté, la théorie de la prime de liquidité suppose que les taux d'intérêt à long terme incluent une prime liée à l'existence d'un ou plusieurs risques à long terme. Enfin, une autre théorie repose sur l'hypothèse de segmentation du marché et stipule que les instruments financiers de différentes maturités ne sont que peu substituables et que leurs prix évoluent indépendamment. Si les investisseurs souhaitent détenir des actifs liquides, ils préféreront les instruments à court terme à ceux à long terme et leurs prix varieront dans des directions opposées. Dans le cas des deux premières théories uniquement, le *forward guidance* peut avoir l'effet désiré sur les taux longs.

...à la pratique

Avant la crise financière de 2008, certaines banques centrales avaient déjà mis en œuvre une telle stratégie. C'est le cas en

Nouvelle-Zélande depuis 1997, en Norvège depuis 2005 et en Suède depuis 2007. Les Etats-Unis ont également mis en place cette stratégie de communication à plusieurs reprises alors que les taux étaient très bas. Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) avait introduit de manière implicite le *forward guidance* dans sa communication en août 2003. Alors que son taux cible était à son plus bas historique, le FOMC mentionna que « *that policy accommodation can be maintained for a considerable period*[\[4\]](#) ». Ce vocabulaire propre au *forward guidance* demeura dans les communiqués du FOMC jusqu'à fin 2005. Il y réapparut en décembre 2008 et de manière plus précise en août 2011, lorsque Ben Bernanke, président de la Réserve Fédérale (ou « Fed ») des États-Unis, annonça que les conditions économiques justifiaient le maintien des taux des fonds fédéraux à un bas niveau au moins jusqu'à mi-2013. Depuis, l'annonce du 13 septembre 2012 précisant que la Fed ne relèvera pas ses taux avant mi-2015, prolonge précisément cette stratégie.

Pour comprendre quel pourrait être l'effet du *forward guidance* de la BCE, il est important de distinguer deux types de *forward guidance* : celui pour lequel l'action de la banque centrale est conditionnée à une période temporelle, et celui dépendant de variables économiques incluant des seuils déclenchant une action de sa part. Dans le cas de la Fed, les premières annonces mentionnées précédemment font référence à une période de temps. Mais depuis décembre 2012, la Fed conditionne dorénavant son engagement sur l'évolution future des taux à des seuils conjoncturels déclencheurs. Elle a ainsi annoncé que « les niveaux exceptionnellement bas des taux des [Fed Funds](#) le resteront aussi longtemps que le taux de chômage demeurera au-dessus de 6,5%, que l'inflation prévue à 1-2 ans ne dépassera pas de plus d'un demi-point l'objectif à long terme (2%) et que les anticipations d'inflation à plus long terme resteront bien ancrées. » L'arrivée de nouveaux membres au FOMC à partir de janvier 2014 pourrait cependant modifier le *timing* du prochain resserrement monétaire. De même, Mark

Carney, nouveau gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), a mis en place en août 2013 une stratégie de *forward guidance* signalant son intention de ne pas remonter les taux tant que le taux de chômage n'est pas repassé sous la barre des 7%. Cet engagement est néanmoins conditionnel à une inflation contenue, des anticipations d'inflation ancrées et à un effet neutre de cet engagement sur la stabilité financière.

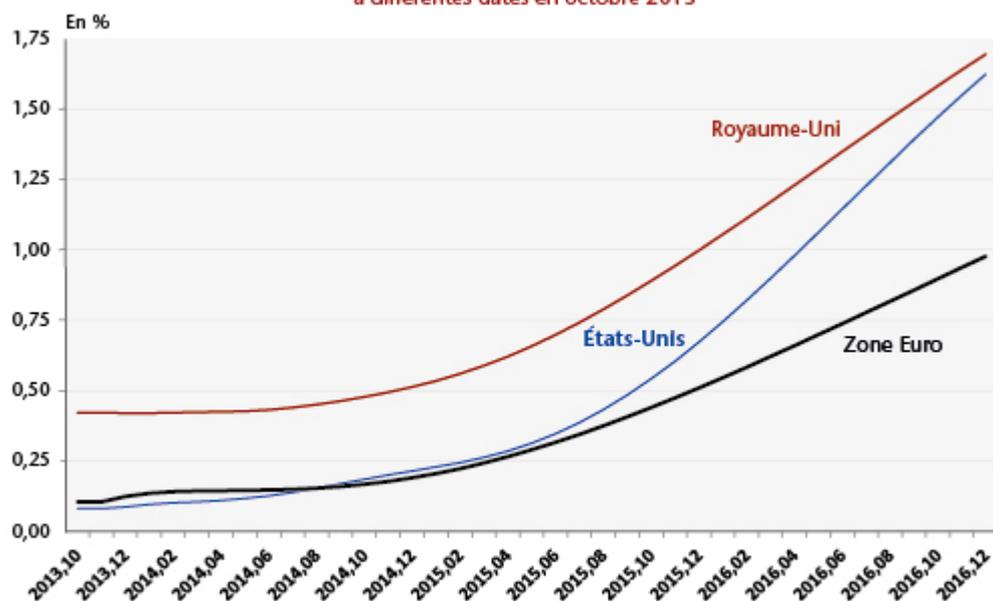
Le *forward guidance* conditionnel à une durée de temps, adopté par la BCE (et comme nous le décrirons plus tard) présente un inconvénient majeur : les conditions économiques évoluant au cours de la période de temps en question, elles rendent l'engagement caduc. La crédibilité de l'annonce est donc très faible. Le *forward guidance* conditionnel à des seuils sur des variables économiques ne présente pas cet inconvénient. Un critère pour la crédibilité de ces engagements conditionnels à des seuils est néanmoins que les variables sous-jacentes choisies soient observables (PIB plutôt qu'*output gap*) et ne souffre pas d'erreurs de mesure (inflation plutôt qu'anticipations d'inflation) afin que les agents privés puissent évaluer si la banque centrale agit comme elle s'était engagée à le faire. Alors et seulement alors, les agents pourront avoir confiance dans ces annonces et la banque centrale sera en mesure d'influencer les anticipations de taux longs. Les avantages et inconvénients relatifs des deux types de *forward guidance* expliquent que la Fed soit passée de l'un à l'autre et que la BoE ait aussi pris un engagement lié à des seuils.

La mise en place d'un *forward guidance* conditionnel à un seuil pour une variable macroéconomique peut néanmoins concourir à brouiller les pistes concernant la hiérarchie des objectifs de la banque centrale. Si plusieurs variables sont ciblées simultanément et que leurs évolutions divergent, quelles seront ses futures décisions ? La Fed ne hiérarchise pas ses objectifs. Qu'elle souhaite, en sortie de crise, s'assurer de la vigueur du PIB ou de la diminution du chômage plutôt que de

l'inflation est dès lors tout à fait envisageable. De son côté, la BoE suit une stratégie de ciblage d'inflation. Elle a ainsi défini des conditions (« *knockouts* ») sur l'inflation, les anticipations d'inflation et la stabilité financière, qui dès lors qu'elles ne seraient pas respectées, entraîneraient la fin du *forward guidance* et donc de l'engagement à maintenir les taux inchangés. La hiérarchie des objectifs serait donc bien respectée, et la crédibilité de la BoE maintenue.

Quelle peut être l'efficacité du *forward guidance*? Kool et Thornton(2012) expriment de sérieux doutes quant aux résultats obtenus par l'intermédiaire du *forward guidance*. Ils évaluent la prédictibilité des taux courts et longs dans les pays où cette stratégie a été adoptée et montrent que le *forward guidance* n'améliore la capacité des agents privés à prévoir les taux courts futurs que pour des horizons de prévisions inférieurs à un an, sans amélioration de la prédictibilité des taux à plus long terme. Le graphique ci-dessous montre ainsi les anticipations de taux à 3 mois par les marchés financiers en octobre 2013 pour les prochains mois. L'évolution minimale des taux directeurs étant de 0,25%, ce graphique nous indique qu'aucune modification des taux n'est pour l'heure anticipée, hormis peut être aux Etats-Unis à l'horizon d'un an.

Graphique. Taux à 3 mois courant et anticipations de taux à 3 mois à différentes dates en octobre 2013



Note : Les taux courts anticipés que nous considérons sont issus des forward rate agreement (FRA), soient des contrats futurs sur les taux de marchés anticipés à une date donnée pour différents horizons (1 mois, 2 mois ...).

Source : Datastream.

La timide adoption par la BCE

En ce qui concerne la BCE, qui de son côté hiérarchise ses objectifs en donnant la priorité à l'inflation, la mise en place du *forward guidance* constitue un engagement conditionnel à une période de temps (« ... *for an extended period of time* ») en l'absence de référence à des seuils. De ce point de vue, elle est à contre-courant de la Fed et de la BoE qui ont pris des engagements conditionnels à des seuils chiffrés. Pour mémoire, avant le 4 juillet, la BCE donnait des indices quant à sa prochaine décision du mois suivant sous la forme d'expressions aisément reconnaissables par les observateurs. Ainsi, l'insertion du mot « vigilance » dans le discours du président de la BCE lors de sa conférence de presse annonçait un probable durcissement de la politique monétaire [5]. En intégrant le *forward guidance* à sa panoplie d'instruments, la BCE se veut moins énigmatique. En particulier, il semblerait qu'elle ait voulu répondre à des inquiétudes portant sur une éventuelle remontée des taux.

Cependant, Benoit Coeuré, membre du directoire de la BCE, a affirmé que cette stratégie ne remettait pas en cause la

règle, répétée maintes fois en conférence de presse, qui veut que la BCE ne s'engage jamais sur les politiques futures (« *no pre-commitment rule* ») et que le *forward guidance* soit réévalué à chaque réunion du Conseil des Gouverneurs. Jens Weidmann, membre du conseil de politique monétaire de la BCE en tant que président de la Bundesbank, a confirmé que le *forward guidance* « *is not an absolute advanced commitment of the interest rate path*[\[6\]](#) » tandis que Vitor Constancio, vice-président de la BCE, a ajouté une dose supplémentaire de confusion en affirmant que le *forward guidance* de la BCE « *is in line with our policy framework as it does not refer to any date or period of time but is instead totally conditional on developments in inflation prospects, in the economy and in money and credit aggregates – the pillars of our monetary strategy*[\[7\]](#). »

L'efficacité à attendre d'une politique mal définie, qui ne semble pas faire consensus au sein du Conseil des Gouverneurs de la BCE, et dont la clé du succès – la crédibilité de l'engagement – est ouvertement remise en cause, paraît donc très faible.

Références bibliographiques

Eggertsson, G., et Woodford, M. (2003). Optimal monetary policy in a liquidity trap. *NBER Working Paper* (9968).

Kool, C., et Thornton, D. (2012). How Effective is Central Forward Guidance? *Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper Series* .

Rosa, C., et Verga, G. (2007). On the Consistency and Effectiveness of Central Bank Communication: Evidence from the ECB. *European Journal of Political Economy*, 23, 146-175.

* Ce texte s'appuie sur l'étude "Politique monétaire: est ce le début de la fin?" à paraître prochainement dans [les perspectives 2013-2014 de l'OFCE pour l'économie mondiale.](#)

[1] « *Le Conseil des Gouverneur anticipe que les taux directeurs demeurent à leur niveau actuel ou à des niveaux plus bas pour une période de temps prolongée* ».

[2] La baisse aujourd'hui de 25 points de base du taux directeur est en accord avec la stratégie de *forward guidance* de la BCE.

[3] Les mesures non conventionnelles renvoient aux pratiques de politique monétaire qui ne relèvent pas de la politique traditionnelle (*i.e.* des modifications du taux directeur). Il s'agit de mesures entraînant une modification du contenu ou de la taille du bilan des banques centrales via des achats de titres publics ou privés. On parle alors d'assouplissement quantitatif (« *Quantitative easing* »).

[4] « *Notre politique accommodante pourra être maintenue sur une longue période.* »

[5] Rosa et Verga (2007) proposent une description de ces expressions.

[6] « *Le forward guidance ne constitue pas un pré-engagement absolu quant à la trajectoire du taux d'intérêt.* »

[7] « *Notre communication de type forward guidance est en accord avec notre cadre opérationnel de politique monétaire puisqu'il n'est fait référence à aucune date ou période de temps précise et qu'elle est entièrement conditionnée aux évolutions des perspectives d'inflation, dans l'économie et dans les agrégats monétaires et de crédits, qui demeurent les piliers de notre stratégie monétaire* ».

Politique monétaire et boom immobilier : comment gérer l'hétérogénéité dans la zone euro ?

par [Christophe Blot](#) et Fabien Labondance

La transmission de la politique monétaire à l'activité économique et à l'inflation repose sur différents canaux dont le rôle et l'importance dépendent crucialement des caractéristiques structurelles des économies. La dynamique du crédit et des prix immobiliers est au cœur de ce processus. Dans la zone euro, les sources d'hétérogénéité entre pays sont multipliées, ce qui pose la question de l'efficacité de la politique monétaire mais aussi celle des moyens à mettre en œuvre pour atténuer cette hétérogénéité.

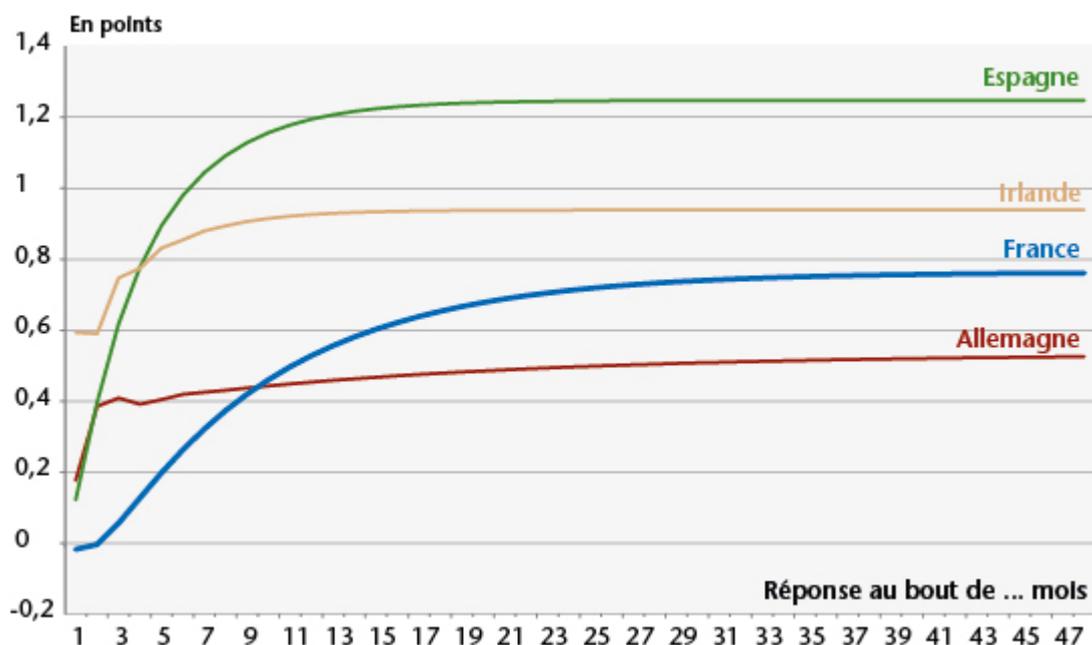
Les sources d'hétérogénéité entre les pays peuvent résulter du degré de concentration des systèmes bancaires (*i.e.* plus ou moins de banques et donc plus ou moins de concurrence), du mode de financement (*i.e.* à taux fixe ou à taux variable), de la maturité des prêts aux ménages, de leur niveau d'endettement, de la proportion de ménages locataires ainsi que des coûts de transaction sur le marché immobilier. La part des prêts effectués à taux variable reflète parfaitement ces hétérogénéités puisqu'elle s'élève à 91 % en Espagne, 67 % en Irlande et à 15 % en Allemagne. Dans ces conditions, la politique monétaire commune menée par la Banque centrale européenne (BCE) a des effets asymétriques sur les pays de la zone euro, comme en témoigne l'évolution divergente des prix de l'immobilier dans ces pays. Ces asymétries se répercutent

ensuite sur l'évolution du PIB, un phénomène que l'on a observé aussi bien « avant » que « depuis » la crise. Ces questions font l'objet d'un article que nous avons publié dans le volume [Ville et Logement](#) de la Revue de l'OFCE. Nous évaluons l'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire vers les prix immobiliers dans la zone euro en distinguant explicitement deux étapes du canal de transmission, chaque étape pouvant refléter différentes sources d'hétérogénéité. La première permet de décrire la répercussion du taux d'intérêt contrôlé par la BCE sur les taux appliqués par les banques de chaque pays de la zone euro aux crédits immobiliers. La deuxième étape illustre les effets différenciés de ces taux bancaires sur les prix immobiliers.

Nos résultats confirment l'existence d'une transmission hétérogène de la politique monétaire dans la zone euro. Ainsi, pour un taux directeur constant fixé par la BCE à 2 %, comme cela était le cas entre 2003 et 2005, les estimations réalisées sur la période précédant la crise suggèrent que le taux d'équilibre de long terme appliqué respectivement par les banques espagnoles et irlandaises serait de 3,2 % et 3,3 %. Comparativement, le taux équivalent en Allemagne serait de 4,3 %. En outre, l'inflation plus élevée en Espagne et en Irlande amplifierait cet écart de taux nominal. Nous montrons ensuite que la répercussion des variations du taux directeur de la BCE sur les taux bancaires est, avant la crise, plus forte en Espagne ou en Irlande qu'elle ne l'est en Allemagne (graphique), ce qui renvoie aux différences observées sur la part des prêts effectués à taux variable dans ces différents pays. Il faut noter qu'avec la crise, la transmission de la politique monétaire a été fortement perturbée. Les banques n'ont pas forcément ajusté l'offre et la demande de crédit en modifiant les taux mais en durcissant les conditions d'octroi des crédits[1]. Par ailleurs, les estimations portant sur la relation entre les taux appliqués par les banques et les prix immobiliers suggèrent une forte hétérogénéité à l'intérieur de la zone euro. Ces différents résultats permettent donc de

comprendre, au moins partiellement, les divergences observées sur les prix immobiliers dans la zone euro. La période au cours de laquelle le taux fixé par la BCE était bas aurait contribué au boom immobilier en Espagne et en Irlande. Puis, le durcissement de la politique monétaire, décidé après 2005, expliquerait également l'ajustement plus rapide des prix immobiliers observé dans ces deux pays. Nos estimations suggèrent également que les prix immobiliers dans ces deux pays sont aussi très sensibles aux évolutions de la croissance économique et démographique. Les cycles immobiliers ne peuvent donc pas se réduire à l'effet de la politique monétaire.

Graphique. Effet d'une hausse de 1 point du taux de la BCE sur les taux bancaires



Source : Calculs des auteurs.

Dans la mesure où la crise récente trouve sa source dans les déséquilibres macroéconomiques qui se sont développés dans la zone euro, il est essentiel pour le bon fonctionnement de l'Union européenne de réduire les sources d'hétérogénéités entre les Etats membres. Pour autant, ceci n'est pas forcément du ressort de la politique monétaire. D'une part, il n'est pas certain que l'instrument de politique monétaire, le taux d'intérêt de court terme, soit l'outil adapté pour freiner le développement de bulles financières. D'autre part, la BCE conduit la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro

en fixant un taux d'intérêt unique, ce qui ne lui permet pas de tenir compte des hétérogénéités qui caractérisent l'Union. Il faut plutôt encourager la convergence des systèmes bancaire et financier. A cet égard, bien qu'elle soulève encore de nombreux problèmes (voir [Maylis Avaro et Henri Sterdyniak](#)), le projet d'union bancaire peut contribuer à réduire l'hétérogénéité. Un autre moyen efficace de réduire l'asymétrie de la transmission de la politique monétaire réside dans la mise en œuvre d'une politique prudentielle centralisée dont la BCE pourrait être en charge. De cette façon, il serait possible de renforcer la résilience du système financier en adoptant notamment une régulation du crédit bancaire qui pourrait tenir compte de la situation prévalant dans chaque pays afin d'éviter le développement de bulles qui font peser une menace pour les pays et pour la stabilité de l'union monétaire (voir le [rapport du CAE n°96](#) pour plus de détails).

[1] [Kremp et Sevestre \(2012\)](#) mettent en avant le fait que la réduction des volumes de prêts ne provient pas uniquement d'un rationnement de l'offre de crédit mais que le climat récessif a également entraîné une baisse de la demande.

Jusqu'ici tout va bien...

par [Christophe Blot](#)

La zone euro est toujours en récession. En effet, selon [Eurostat](#), le PIB a de nouveau reculé au quatrième trimestre 2012 (-0,6 %). Ce chiffre, inférieur aux attentes, est la plus

mauvaise performance trimestrielle pour la zone euro depuis le premier trimestre 2009, et c'est aussi le cinquième trimestre consécutif de baisse de l'activité. Sur l'ensemble de l'année 2012, le PIB baisse de 0,5 %. Ce chiffre annuel cache de fortes hétérogénéités (graphiques 1 et 2) au sein de la zone puisque l'Allemagne affiche une croissance annuelle de 0,9 % tandis que la Grèce devrait subir, pour la deuxième année consécutive, une récession de plus 6 %. Surtout, pour l'ensemble des pays, le taux de croissance sera plus faible en 2012 qu'il ne l'était en 2011 et certains pays (Espagne et Italie pour n'en citer que deux), s'enfonceront un peu plus dans la dépression. Cette performance est d'autant plus inquiétante que, depuis plusieurs mois un regain d'optimisme avait suscité l'espoir de voir la zone euro sortir de la crise. Cet espoir était-il fondé ?

Bien que très prudente sur la croissance pour l'année 2012, la Commission européenne, dans son [rapport annuel](#) sur la croissance, soulignait le retour de quelques bonnes nouvelles. En particulier, la baisse des taux d'intérêt publics à long terme en Espagne ou en Italie et la réussite des émissions de dettes publiques par l'Irlande ou le Portugal sur les marchés financiers témoignaient du retour de la confiance. Force est de constater que la confiance ne suffit pas. La demande intérieure est au point mort en France et en chute libre en Espagne. Le commerce intra-zone pâtit de cette situation puisque la baisse des importations des uns provoque la baisse des exportations des autres, ce qui amplifie la dynamique récessive de l'ensemble des pays de la zone euro. Comme nous le soulignons lors de notre [précédent exercice de prévision](#) ou à l'occasion de la publication de l'[iAGS](#) (independent Annual growth survey), la sortie de crise ne peut en aucun cas s'appuyer uniquement sur un retour de la confiance tant que des politiques budgétaires très restrictives sont menées de façon synchronisée en Europe.

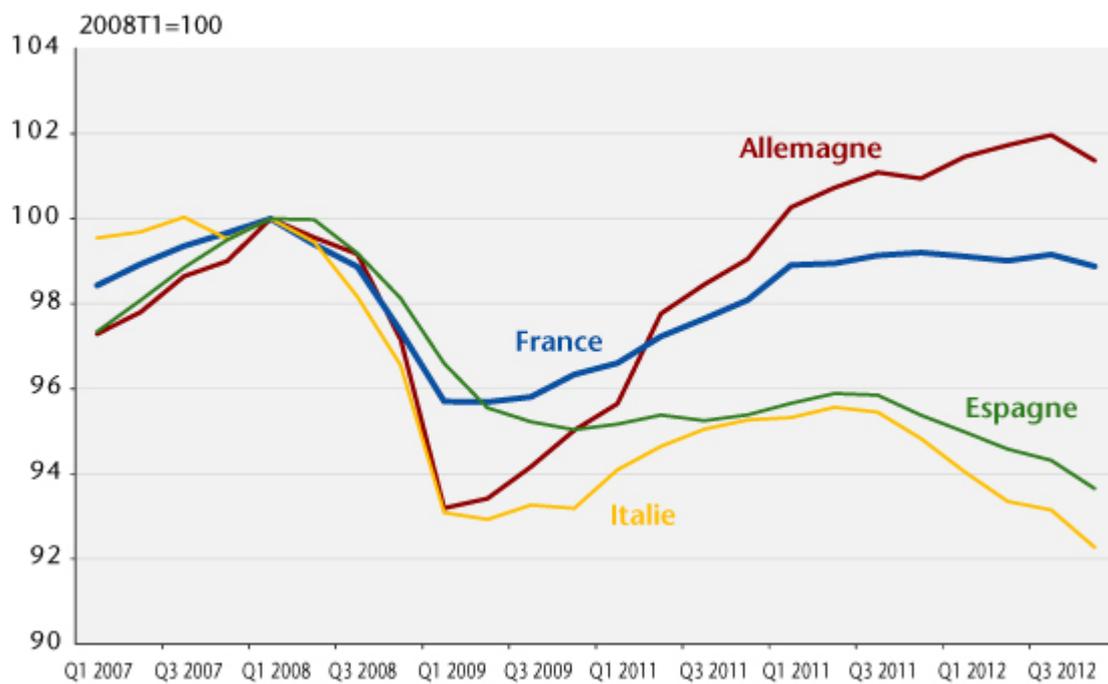
Depuis le troisième trimestre 2011, tous les signaux ont

confirmé notre scénario et montré que la zone euro s'enfonçait progressivement dans une nouvelle récession. Le chômage n'a pas cessé d'augmenter battant chaque mois un nouveau record. En décembre 2012, il a atteint 11,7 % de la population active de la zone euro selon Eurostat. Pourtant, ni la Commission européenne, ni les gouvernements européens n'ont infléchi leur stratégie budgétaire, arguant que les efforts budgétaires consentis étaient nécessaires pour restaurer la crédibilité et la confiance, qui à leur tour permettraient la baisse des taux d'intérêt et créeraient des conditions saines pour la croissance future. Ce faisant, la Commission européenne a systématiquement sous-estimé l'impact récessif des mesures de consolidation budgétaire, négligeant ainsi une littérature de plus en plus abondante qui montre que les multiplicateurs augmentent en temps de crise et qu'ils peuvent être nettement supérieurs à l'unité (voir le post d'[Eric Heyer](#) sur le sujet). Les partisans de l'austérité budgétaire considèrent par ailleurs que les coûts d'une telle stratégie sont inévitables et temporaires. Ils jugent que l'assainissement des finances publiques est un préalable indispensable au retour de la croissance et négligent le coût social durable d'une telle stratégie.

Cet aveuglement dogmatique rappelle la réplique finale du film *La Haine* (réalisé par Mathieu Kassovitz) « C'est l'histoire d'une société qui tombe et qui au fur et à mesure de sa chute se répète sans cesse pour se rassurer : jusqu'ici tout va bien, jusqu'ici tout va bien, jusqu'ici tout va bien... l'important c'est pas la chute, c'est l'atterrissage ». Il serait temps de reconnaître que la politique économique menée depuis 2011 est une erreur. Elle ne permet pas de créer les conditions d'une sortie de crise. Pire, elle est directement responsable du retour de la récession et de la catastrophe sociale qui ne cesse de s'amplifier en Europe. Comme nous l'avons montré, d'autres stratégies sont possibles. Elles ne négligent pas l'importance de restaurer à terme la soutenabilité des finances publiques. En reportant et en

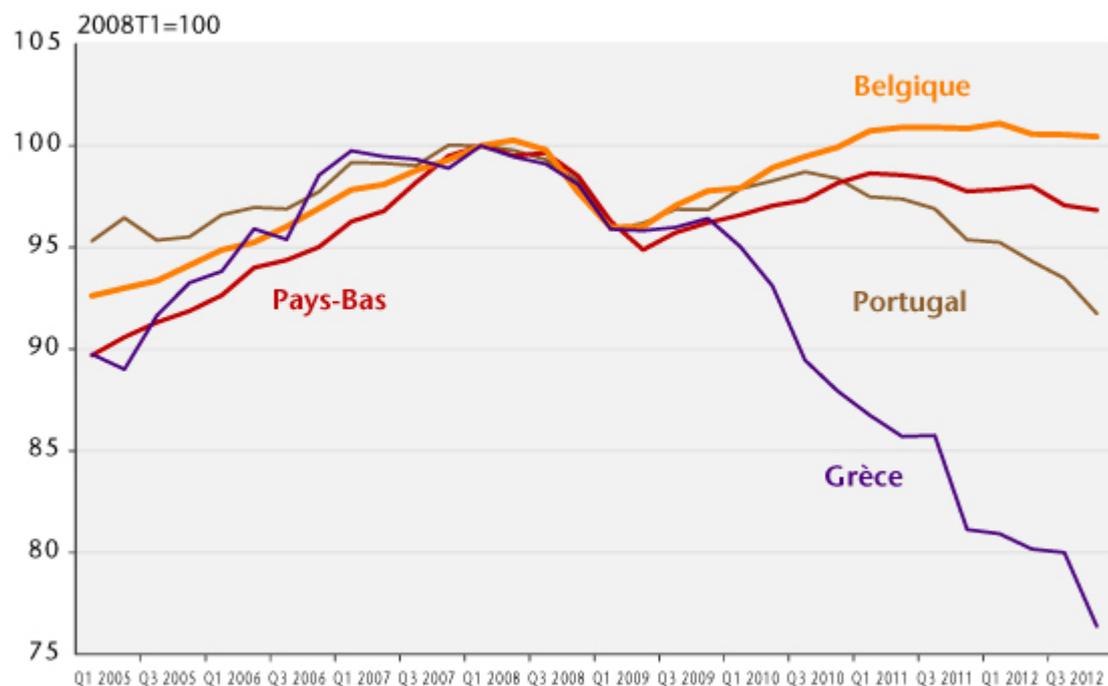
atténuant l'austérité (voir le billet de [Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth](#)), il est possible de retrouver la croissance plus rapidement et de permettre une décrue plus rapide du chômage.

Graphique 1 : PIB en niveau des 4 grands pays de la zone euro



Sources : Comptes nationaux.

Graphique 2 : PIB en niveau de quelques pays de la zone euro



Sources : Comptes nationaux.

Equilibrer le solde public doit-il être l'objectif central de la politique économique ?

par [Henri Sterdyniak](#)

La crise financière de 2007-2012 a provoqué une forte hausse des déficits et dettes publics puisque les États ont dû intervenir pour sauver les systèmes financiers, pour soutenir l'activité et surtout ont enregistré une forte baisse de leurs recettes fiscales en raison de la chute du PIB. Début 2012, alors qu'ils sont loin d'être rétablis des effets de la crise (qui leur a coûté en moyenne 8 points d'activité par rapport à la tendance d'avant-crise), ils sont confrontés à un choix délicat : faut-il continuer à soutenir l'activité ou tout faire pour réduire les dettes et les déficits publics ?

[Une note détaillée développe neuf points d'analyse :](#)

– La croissance des dettes et des déficits n'est pas une spécificité française ; elle a eu lieu dans tous les pays développés.

– Les administrations publiques françaises sont certes endettées mais elles possèdent aussi des actifs physiques. Globalement, la richesse nette des administrations représentait 26,7 % du PIB fin 2010, soit 8 000 euros par Français. Par ailleurs, il faut considérer l'ensemble de la

richesse nationale (actifs physiques moins endettement à l'étranger) : le nouveau-né français est riche en moyenne, à sa naissance, de 202 000 euros (la richesse nationale divisée par le nombre d'habitants).

– En 2010, la charge nette de la dette était de 2,3 % du PIB ; soit un taux d'intérêt moyen sur la dette de 3,0 %, nettement en dessous du taux de croissance nominal potentiel. A ce niveau, le vrai coût de la dette, c'est-à-dire l'excédent primaire nécessaire pour stabiliser la dette, est nul, voire légèrement négatif.

– La vraie « règle d'or » des finances publiques stipule qu'il est légitime de financer les investissements publics par l'endettement public. Le déficit structurel doit donc être égal à l'investissement public net. Cette règle autorise pour la France un déficit de l'ordre de 2,4 % du PIB. Il n'y a aucune raison de fixer une norme d'équilibre des finances publiques. L'État n'est pas un ménage. Immortel, il peut avoir une dette en permanence ; il n'a pas à la rembourser mais seulement à garantir qu'il pourra toujours en servir la charge.

– Le déficit public est nocif pour les générations futures quand il s'agit d'un déficit déséquilibrant provoqué par des hausses excessives de dépenses publiques ou des baisses excessives des impôts ; il provoque alors une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt et nuit à l'investissement et à la croissance. Ce n'est pas le cas du déficit actuel ; celui-ci est un déficit de régulation, nécessaire pour soutenir l'activité, en situation de bas taux d'intérêt, en raison d'un fort taux d'épargne des ménages et d'un refus des entreprises d'investir davantage.

– Pour certains, les 8 points de PIB perdus pendant la crise sont perdus à tout jamais ; il faut se résigner à un chômage durablement élevé, celui-ci étant structurel. Comme l'objectif doit être d'équilibrer le solde public structurel, la France

doit encore faire un effort important de l'ordre de 4 points de PIB de son déficit public. Pour nous, le déficit soutenable est de l'ordre de 2,4 points de PIB. Le déficit structurel de 2011 est déjà en dessous de ce chiffre. C'est la croissance qui doit permettre de résorber le déficit conjoncturel. Il n'est pas nécessaire de faire d'effort budgétaire supplémentaire.

– Le 9 décembre 2011, les pays de la zone euro se sont accordés sur un nouveau Pacte budgétaire : le Traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance de l'UEM. Ce pacte contraindrait fortement les politiques budgétaires à l'avenir. Le déficit structurel de chaque pays membre devra être inférieur à 0,5% du PIB. Un mécanisme de correction automatique devra se déclencher si le déficit est excessif. Cette contrainte et ce mécanisme devront obligatoirement être intégrés de façon contraignante et permanente dans les procédures budgétaires de chaque pays. Les pays dont la dette dépasse 60 % du PIB devront faire diminuer leur ratio de dette d'au moins un vingtième par an de l'écart avec 60 %.

Ce projet est dangereux sur le plan économique. Il impose des objectifs de moyen terme (un solde budgétaire équilibré, une dette revenant en dessous de 60 % du PIB) qui sont arbitraires et ne sont pas compatibles *a priori* avec les nécessités de l'équilibre économique. De même, il impose une politique budgétaire incompatible avec les nécessités de la régulation conjoncturelle. Il interdit toute politique budgétaire discrétionnaire. Il prive les gouvernements de tout instrument de politique budgétaire.

– Si la croissance des dettes et des déficits publics dans les pays développés a été la réponse au creusement des déséquilibres mondiaux, on ne peut réduire les dettes et les déficits sans s'attaquer aux causes de ces déséquilibres. Sinon, la mise en œuvre simultanée de politiques budgétaires restrictives dans l'ensemble des pays de l'OCDE se traduira par une stagnation de la production, une baisse des recettes

fiscales, une dégradation des ratios d'endettement sans parvenir à rassurer les marchés financiers.

– Une économie mondiale plus équilibrée nécessiterait des pays excédentaires qu'ils basent leur croissance sur leur demande intérieure et que leurs capitaux prennent le risque de l'investissement direct. Dans les pays anglo-saxons, de plus fortes progressions des revenus salariaux et sociaux comme la réduction des inégalités de revenus rendraient moins nécessaire le gonflement des bulles financières, des dettes des ménages et des dettes publiques. La zone euro a besoin de retrouver les 8 points de PIB perdus du fait de la crise. Au lieu de se polariser sur les soldes publics, les instances européennes devraient présenter une stratégie de sortie de crise, basée sur la reprise de la demande, tout particulièrement sur les investissements préparant la transition écologique. Cette stratégie doit comporter le maintien de bas taux d'intérêt et des déficits publics tant qu'ils seront nécessaires pour soutenir l'activité.

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.

Les banques centrales peuvent-elles influencer les anticipations des agents privés ?

par Paul Hubert

Comment les prévisions d'une banque centrale peuvent-elles influencer les anticipations des agents privés et quelles en sont les raisons ? A quelques heures des conférences de presse de Ben Bernanke et de Mario Draghi, voici quelques éléments d'explication.

L'attribution du [Prix Nobel d'Economie 2011](#) à Thomas Sargent et Chris Sims pour « leurs recherches empiriques sur les effets causaux en macroéconomie » met en lumière le rôle primordial des anticipations des agents privés dans les décisions de politique économique. Parce que les anticipations d'inflation et de croissance des entreprises et des ménages affectent leurs décisions d'investissements, de consommation, d'épargne, et les revendications salariales, elles sont au cœur de l'interaction entre les politiques économiques et leurs effets.

Depuis les années 1980, l'instrument principal de la politique monétaire est le taux d'intérêt directeur de la banque centrale. Les variations de celui-ci affectent l'économie et permettent à la banque centrale d'arbitrer entre croissance économique et inflation *via* [différents canaux](#) : le canal du

taux d'intérêt, le canal du crédit, le canal du prix des actifs, le canal du taux de change et enfin le canal des anticipations. En effet, dans le cadre de leurs décisions quotidiennes, les entreprises et les ménages intègrent de nombreuses anticipations sur la consommation, l'investissement, les capacités de production futures, ainsi que les salaires et prix futurs, etc. Ces anticipations jouent ensuite un rôle central dans la détermination des variables économiques. Les variations du taux directeur envoient donc des signaux sur l'état futur de l'économie ainsi que la politique monétaire future, et modifient les anticipations que forment les agents privés.

Cependant, le canal des anticipations est incertain et les variations de taux directeur peuvent être comprises de différentes manières : les agents privés peuvent réagir à une baisse du taux directeur en consommant et investissant plus, ce qui peut signaler que la croissance sera plus forte dans le futur et ce qui accroît leur confiance et leur volonté de consommer et investir. A l'opposé, les mêmes agents peuvent interpréter que la croissance présente est plus faible que prévue, poussant la banque centrale à intervenir, ce qui réduit leur confiance, donc leur volonté de consommer et d'investir... Depuis les années 1990, les banques centrales utilisent donc en complément du taux d'intérêt [des effets d'annonce](#) pour clarifier leurs intentions futures. La communication semble ainsi être devenue un [outil de la politique monétaire](#) et deux types peuvent être distingués. La communication qualitative comprend les discours et interviews, tandis que la communication quantitative correspond à la publication des prévisions d'inflation et de croissance de la banque centrale.

Dans un récent [document de travail](#), nous analysons l'effet des prévisions d'inflation et de croissance publiées trimestriellement par les banques centrales du Canada, de Suède, du Royaume-Uni, du Japon et de Suisse. A l'aide

d'enquêtes réalisées par *Consensus Forecasts* auprès de prévisionnistes professionnels des secteurs financiers et non-financiers, nous montrons que les prévisions d'inflation des banques centrales de Suède, du Royaume-Uni et du Japon sont un déterminant significatif des prévisions d'inflation des agents privés. Autrement dit, la publication des prévisions d'inflation de ces banques centrales entraîne une révision des prévisions des agents privés. Il s'avère en outre que le contraire n'est pas vrai : les prévisions de la banque centrale ne réagissent pas aux prévisions des agents privés.

Deux raisons peuvent expliquer cette influence de la banque centrale : premièrement, les prévisions d'inflation de la banque centrale pourraient être de meilleure qualité et il est rationnel pour les agents privés d'être influencés par celles-ci afin d'améliorer leurs propres prévisions des variables macroéconomiques. Deuxièmement, les prévisions d'inflation de la banque centrale peuvent influencer les agents privés parce qu'elles transmettent des signaux, soit sur les futures décisions de politique monétaire, soit sur l'information privée dont dispose la banque centrale. Ce type d'influence est indépendant de la performance de prévision de la banque centrale.

Afin de déterminer les sources de cette influence, nous évaluons la performance de prévision relative des banques centrales et des agents privés et testons si l'influence des anticipations privées par la banque centrale dépend de la qualité de ses prévisions. Les estimations montrent que seule la banque centrale de Suède, au sein de notre échantillon de banques centrales, produit de façon significative, régulière et robuste des prévisions d'inflation de meilleure qualité que celles des agents privés. Nous trouvons en outre que le degré d'influence dépend de la qualité des prévisions d'inflation. Autrement dit, les prévisions d'inflation à un horizon court (1 ou 2 trimestres), dont une analyse historique des performances de prévisions nous apprend qu'elles sont de

faible qualité, n'influencent pas les agents privés tandis que celles de meilleure qualité les influencent. De plus, les prévisions d'inflation à plus long terme de la banque centrale de Suède réussissent à influencer les anticipations privées même lorsque leur qualité est faible et les influence d'autant plus que leur qualité est meilleure.

Alors que les banques centrales du Royaume-Uni, du Japon et de Suède réussissent toutes les trois à influencer les anticipations privées *via* la publication de leurs prévisions macroéconomiques, il apparaît que les raisons de cette influence sont différentes. Les deux premières utilisent la transmission de signaux, tandis que la banque centrale de Suède utilise les deux sources possibles pour influencer les anticipations privées : à la fois sa meilleure capacité de prévisions et l'envoi de signaux. La conséquence de ces résultats est que la publication par la banque centrale de ses prévisions macroéconomiques pourrait faciliter et rendre plus efficace la mise en place de la politique monétaire désirée en guidant les anticipations privées. Ce canal de transmission, plus rapide car il ne repose que sur la diffusion de prévisions, pourrait permettre ainsi à la banque centrale d'affecter l'économie sans modification de son taux d'intérêt directeur et peut effectivement constituer un instrument supplémentaire.