

8. Banques centrales – Changement de ton

La normalisation de la politique monétaire s'est poursuivie aux États-Unis et la taille du bilan de la Réserve fédérale a baissé conformément au plan qui avait été annoncé en juin 2017. L'orientation de la politique monétaire américaine est en phase avec l'évolution de la situation macroéconomique puisque l'inflation converge vers la cible de 2 % et que le taux de chômage est au plus bas. De fait, un décalage important s'est créé avec les décisions de la BCE, de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon. En zone euro comme au Japon, l'inflation reste faible, ce qui retarde les perspectives de normalisation même s'il faut noter que les achats nets d'actifs ont cessé depuis décembre 2018. Au Royaume-Uni, l'incertitude relative aux conditions du Brexit incite la banque centrale à l'attentisme dans un contexte de chômage faible et d'inflation proche de l'objectif.

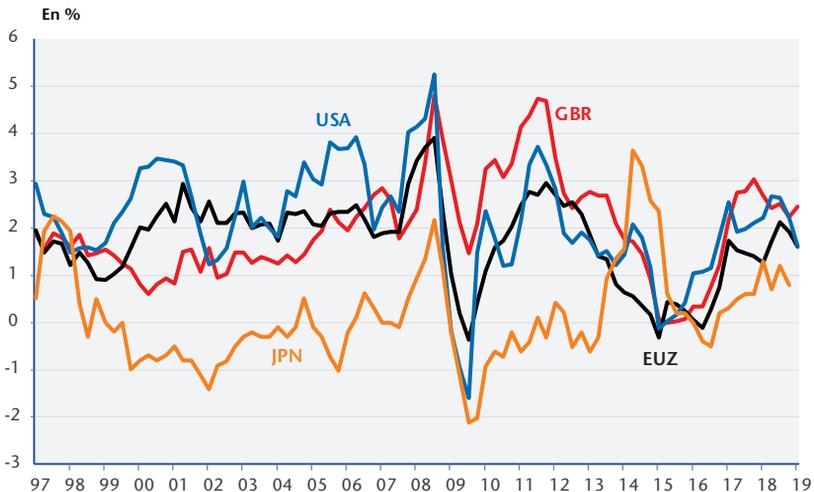
La perspective d'un ralentissement de l'activité et l'absence de tensions inflationnistes ont cependant amené les banques centrales à modifier leur communication et revoir leur stratégie de politique monétaire pour 2019 et 2020. Aux États-Unis, seule une dernière hausse des taux serait mise en œuvre en 2019 avant une stabilisation. En Europe, la BCE ne remonterait pas les taux au cours des deux prochaines années tandis que la Banque d'Angleterre amorcerait une normalisation très graduelle dès que les conditions du Brexit seront éclaircies. Le caractère relativement plus expansionniste de la politique monétaire de la BCE maintiendrait l'euro à un niveau inférieur à 1,15 dollar en début 2019. Toutefois, à moyen terme, l'excédent courant de la zone euro et le déficit du côté américain entraîneraient une appréciation de l'euro. Ce scénario – de politique monétaire et de taux de change – reste fortement conditionné à la conjoncture et les banques centrales n'hésiteraient pas à assouplir à nouveau leur politique si le ralentissement était plus fort qu'anticipé ou, au contraire, à remonter les taux plus fortement ou plus rapidement si des pressions inflationnistes apparaissaient.

Du printemps de l'économie ...

Au début du quatrième trimestre 2018, la Réserve fédérale et la BCE étaient engagées sur un sentier de normalisation de leur politique monétaire. Cette situation devait se traduire par une réduction (Réserve fédérale) ou une stabilisation (BCE) de la taille du bilan ainsi que par la poursuite de la hausse des taux (Réserve fédérale) et le début d'un cycle très graduel de remontée des taux dans le cas de la BCE. La stratégie de politique monétaire de la Banque d'Angleterre restait conditionnée par les conditions d'organisation du Brexit. Néanmoins, avec une inflation supérieure à la cible de 2 % (graphique 49) et un taux de chômage bas, il était probable que la banque centrale normalise sa politique monétaire dès que l'accord de sortie de l'Union européenne serait approuvé par le Parlement britannique.

De fait, les perspectives de croissance étaient globalement bien orientées dans les pays industrialisés. En zone euro, la reprise avait certes été plus tardive mais elle semblait enfin prendre un caractère plus soutenu – avec une croissance annuelle de 2,5 % en 2017 – et durable. Sous l'effet d'une accélération des prix de l'énergie, l'inflation¹

Graphique 49. Taux d'inflation



Note : l'inflation est ici mesurée par l'IPC (indice des prix à la consommation). Dans la zone euro, il s'agit d'un indice harmonisé (IPCH).

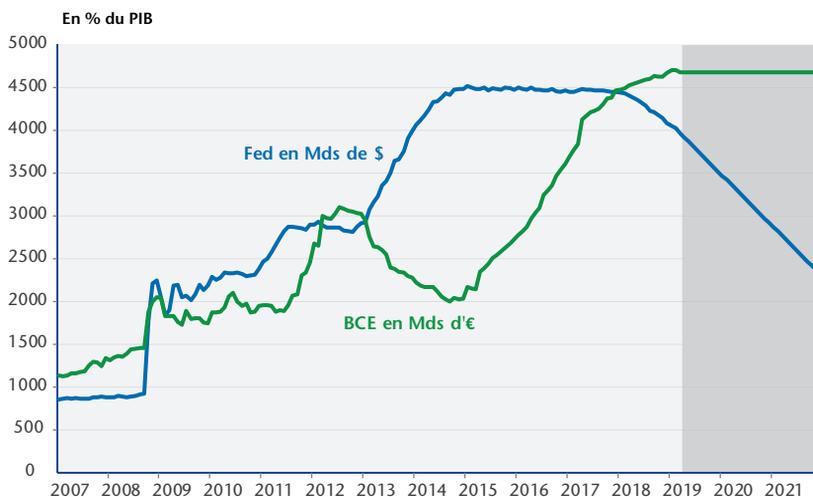
Sources : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévision OFCE septembre 2018.

1. Mesurée ici par l'indice des prix à la consommation. Voir l'encadré de la partie inflation dans ce dossier pour des éléments explicitant les différentes mesures de l'inflation.

dépassait même le seuil de 2 % en juillet 2018 avant de refluer en fin d'année en lien avec le prix du pétrole. Aux États-Unis, la même dynamique était observée pour les prix, avec un niveau d'inflation plus élevé qu'en zone euro. Les États-Unis et la zone euro se distinguaient de plus par des niveaux de chômage différents : 7,9 % au quatrième trimestre 2018 en zone euro et 3,8 % aux États-Unis.

Ces différences de cycle conjoncturel justifiaient une orientation divergente des politiques monétaires. La réserve fédérale avait effectivement initié la normalisation de sa politique à partir d'octobre 2014, ce qui s'est d'abord traduit par une stabilisation de la valeur nominale du bilan en milliards de dollars. La réduction de la taille *via* l'arrivée à échéance des titres a été amorcée trois ans plus tard (graphique 50). En poursuivant ce rythme – soit une baisse de l'ordre de 50 milliards par mois² – la taille du bilan atteindrait 2 300 milliards de dollars en fin d'année 2021, soit légèrement moins 10 % du PIB c'est-à-dire encore près de 4 points au-dessus du niveau d'avant-crise. Du côté des taux d'intérêt, la première hausse avait été décidée en décembre 2015. Le cycle de resserrement fut d'abord très graduel avant d'accélérer en 2018 avec 4 hausses en 2018.

Graphique 50. Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE

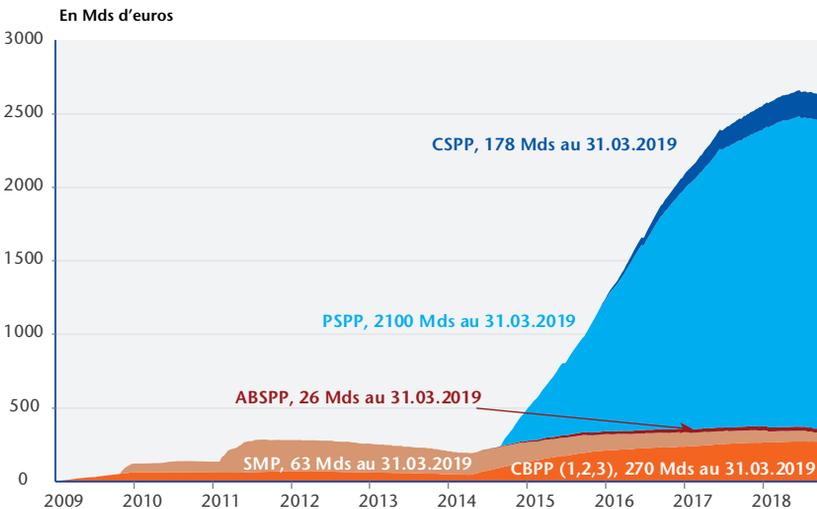


Sources : Réserve fédérale, BCE, calculs et prévision OFCE avril 2019.

2. Voir Blot, Creel et Hubert (2018).

Dans la zone euro, les achats nets de titres ont pris fin en décembre 2018. La taille du bilan devrait donc se stabiliser à compter de cette date. Jusqu'ici, Mario Draghi a indiqué que la BCE continuerait d'investir le principal et les intérêts des titres arrivant à maturité. La réduction du bilan débuterait bien après la première hausse des taux ; hausse qui ne devait initialement pas intervenir avant l'été 2019. Toutefois, les déclarations plus récentes de Mario Draghi indiquent que la date de première hausse des taux serait repoussée et, par voie de conséquence, la taille du bilan se stabiliserait autour de 4 600 milliards d'euros jusqu'en fin d'année 2021 au moins. En pourcentage du PIB, le bilan baisserait légèrement, passant de 39,5 % fin 2018 à 36,6 % fin 2021, soit encore 24 points au-dessus du niveau observé en 2007. La composition du portefeuille de titres détenus à des fins de politique monétaire dans le bilan de la BCE ne serait pas non plus fortement modifiée. Les titres public acquis dans le cadre du PSPP (*Public sector purchase programme*) représenteraient toujours l'essentiel des actifs, pour un montant supérieur à 2 000 milliards d'euros (graphique 51). Par contre, la part des titres acquis dans le cadre du programme SMP (*Securities market programme*), lancé en mai 2010, continuerait de baisser.

Graphique 51. Décomposition du stock d'actifs détenu par la BCE

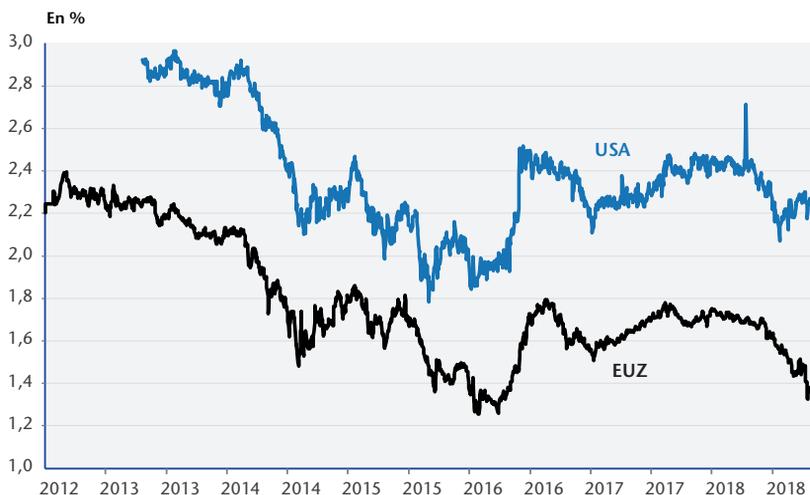


Source : BCE.

... à la grippe hivernale

Le ralentissement de l'activité plus marquée que ce qui avait été anticipé et le recul de l'inflation en fin d'année 2018 ont amené les banques centrales à modifier leur communication. Ainsi, lors de la réunion de la BCE du 7 mars 2019, Mario Draghi annonçait non seulement une nouvelle série d'opérations de refinancement ciblées (TLTRO pour *Targeted long-term refinancing operations*) et conditionnelles à l'octroi de crédits par les banques mais aussi le report de la hausse des taux qui n'interviendrait pas avant la fin de l'année 2019. Les prévisions d'inflation des économistes de la BCE ont largement donné du crédit à ce message avec une hausse de l'indice de prix dans la zone euro anticipée à 1,1 % pour 2019 puis 1,6 % en 2020 et même 1,5 % en 2021. Nos prévisions sont assez proches et suggèrent dans tous les cas que l'inflation resterait significativement inférieure à la cible de 2 %. Dans ces conditions, le taux ne serait pas relevé avant la fin de l'année 2021. Nous n'anticipons pas de réactivation des programmes d'achat d'actifs notamment parce que malgré la baisse de la croissance, le chômage poursuivrait sa décrue. La BCE se trouverait néanmoins dans une situation assez proche de celle de la Banque du Japon, confrontée à une croissance faible et une inflation qui ne revient pas vers la cible. De fait, une fois corrigée des fluctuations des prix de l'énergie et des biens alimentaires, l'inflation sous-jacente moyenne depuis 2014 est inférieure à 0,9 % et les anticipations d'inflation à long terme suggèrent l'absence d'un ancrage à la cible de 2 % (graphique 52).

Graphique 52. Anticipations d'inflation à long terme

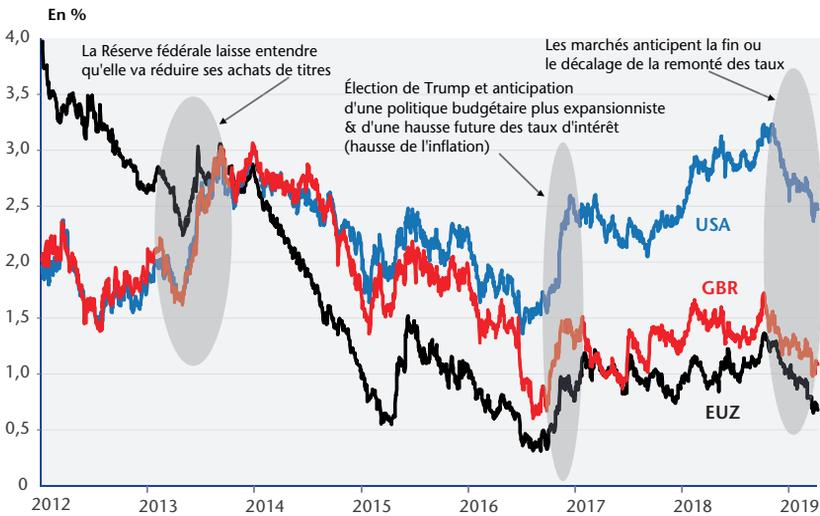


Source : Eikon Thomson Reuters.

Si la situation conjoncturelle est plus favorable aux États-Unis, il reste que la Réserve fédérale a également changé de ton indiquant non plus que le FOMC (Federal open-market committee) « s'attend à ce que de nouvelles augmentations progressives [] soient compatibles avec une expansion soutenue de l'activité économique »³, comme c'était le cas tout au long de l'année 2018, mais que « le comité serait patient... »⁴. Ce changement prononcé par Jerome Powell lors de la réunion du 30 janvier 2019 fut répété le 20 mars.

Cette communication a eu pour effet de détendre les taux longs publics américains qui sont ainsi passés de 3,2 % à 2,6 % entre novembre 2018 et mars 2019 (graphique 53). De fait, les marchés ont fortement révisé leurs anticipations sur le nombre de hausses de taux de politique monétaire pour l'année 2019, passant de 3 ou 4 hausses à 1, voire aucune hausse.

Graphique 53. Évolution des taux longs publics



Source : Eikon Thomson Reuters.

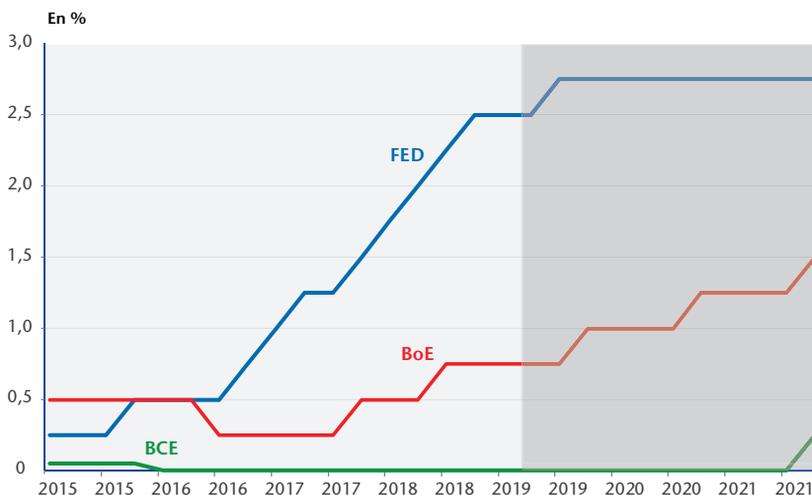
Étant donné la bonne santé de l'économie américaine, avec une croissance pour l'année 2019 prévue à 2,4 % dans notre scénario, nous anticipons une dernière hausse des taux qui porterait le taux court à 2,75 % (graphique 54), soit un niveau proche de ce qui semble être le

3. « The Committee expects that further gradual increases in the target range for the federal funds rate will be consistent with sustained expansion of economic activity ».

4. « The Committee will be patient as it determines what future adjustments to the target range ».

taux neutre pour le FOMC. Notons cependant qu'il y a une incertitude sur la mesure du taux neutre. De plus, en cas de dégradation plus rapide de l'activité, la Réserve fédérale pourrait également décider de baisser les taux. Inversement, une accélération de l'inflation se traduirait par une ou des hausses de taux supplémentaires.

Graphique 54. Taux directeur des banques centrales



Sources : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévission OFCE avril 2019.

Par conséquent, l'écart entre le taux aux États-Unis et dans la zone euro ne se réduirait pas d'ici la fin de l'année 2021. Néanmoins, la fin des opérations d'achat de titres en zone euro se traduirait par une hausse du taux implicite de politique monétaire. À court terme, l'effet lié à l'orientation plus expansionniste de la politique monétaire en zone euro maintiendrait le taux de change euro-dollar autour de 1,12 dollar pour un euro. Puis, l'euro s'apprécierait face au dollar, du fait du déficit courant américain et de l'excédent de la zone euro. L'euro se maintiendrait à moins de 1,15 dollar en 2019 avant de s'apprécier à partir de 2020 pour atteindre 1,30 dollar en 2021, se rapprochant ainsi de la valeur du taux d'équilibre estimé autour de 1,35 dollar⁵.

Au Royaume-Uni, les décisions de la Banque d'Angleterre seront conditionnées à l'issue et aux modalités du Brexit. Nous retenons l'hypothèse d'un accord qui serait finalement validé par le Parlement et lèverait les incertitudes économiques. À partir de ce moment, la

5. Voir Ducoudré, Timbeau et Villemot (2018).

Banque d'Angleterre monterait son taux directeur de façon graduelle, à raison d'une hausse par an en 2019, 2020 et 2021. Le taux atteindrait alors 1,5 % en fin d'année 2021, soit un niveau historiquement faible au regard de l'inflation – proche de 2 % – et d'un taux de chômage bas.