

8. Politiques monétaires : l'inflation pour seul objectif ?

Quelques mois à peine après la première étape devant conduire progressivement à la normalisation de la politique monétaire en zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé le 12 septembre une série de nouvelles mesures d'assouplissement visant à ramener l'inflation vers la cible de 2 %. Cette décision a précédé de quelques jours l'annonce d'une baisse des taux aux États-Unis. Il s'agit de la deuxième après celle décidée fin juillet. Ces décisions récentes suggèrent l'entrée des politiques monétaires dans une nouvelle phase d'assouplissement, notamment du côté de la Réserve fédérale puisque la BCE n'avait pas encore remonté ses taux ou amorcé une réduction de la taille de son bilan. Quant à la Banque d'Angleterre (BoE) et à celle du Japon (BoJ), c'est le statu quo qui est privilégié. L'incertitude relative au Brexit place la BoE dans une position d'attente qui pourrait l'amener soit à assouplir sa politique monétaire si l'issue des discussions devait se traduire par une sortie sans accord, soit à normaliser très graduellement en cas d'accord et de phase de transition. Au Japon, la faiblesse de l'inflation pousse la banque centrale à poursuivre sa politique très expansionniste, ce qui se traduit par un bilan dont la taille dépasse désormais 100 % du PIB. Toutes les décisions récentes et la communication mise en œuvre par les banques centrales indiquent qu'elles sont fortement préoccupées par l'absence d'inflation alors que les situations sur le marché du travail se sont améliorées. Pour autant, le consensus sur l'action à entreprendre et le rôle que doit jouer la politique monétaire afin de promouvoir la stabilité des prix semble se fissurer notamment au sein de la BCE.

À la recherche de l'inflation

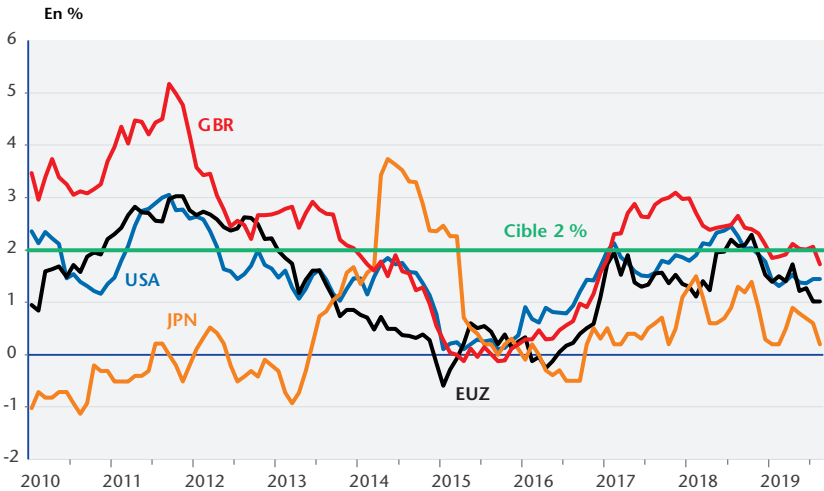
Malgré le ralentissement de l'activité observé au cours des derniers trimestres dans la zone euro, le taux de chômage a poursuivi sa décroissance atteignant 7,4 % en août 2019. Même s'il reste une importante hétéro-

généité au sein des pays de l'Union monétaire, le taux de chômage a presque retrouvé son niveau de fin 2007 qui était de 7,3 %. Aux États-Unis, c'est un record datant de la fin des années 1960 qui est tombé en avril avec un taux de chômage de 3,6 %. La situation sur le marché de l'emploi au Japon et au Royaume-Uni semble tout aussi favorable avec des taux de chômage de 2,2 et 3,8 % respectivement. Aux États-Unis, l'évolution des taux d'emploi conduit à nuancer ce constat d'un marché du travail tournant à plein régime puisqu'il reste inférieur de 3 points à son niveau de 2007. La baisse du taux d'emploi reflète au moins en partie une baisse structurelle du taux d'activité. Il reste que le cycle d'expansion qui a débuté mi-2009 s'est accompagné d'une amélioration constante de la situation sur le marché du travail.

Dans ces conditions, on aurait pu s'attendre à une accélération des prix, qui ne s'est pourtant jusqu'ici pas matérialisée. Partout, l'inflation est inférieure à 2 % (graphique 47) et a même globalement baissé au cours des derniers mois. Dans la zone euro, l'indice des prix à la consommation progressait de 1 % en août 2019 contre 2,3 % en octobre 2018. Aux États-Unis et au Japon, on est redescendu à 1,4 et 0,2 % respectivement. Finalement, le Royaume-Uni se distingue par une inflation qui a été en moyenne plus élevée depuis 2017, en lien avec la dévaluation de la livre sterling consécutive au vote en faveur du *Brexit*. La hausse de l'inflation a cependant été transitoire et elle s'élevait à 1,7 % pendant l'été 2018 contre un peu plus de 3 % fin 2017.

L'évolution des indices de prix à la consommation ou du déflateur de la consommation aux États-Unis reflète la volatilité du prix du pétrole et la désinflation observée depuis la fin de l'année 2018 est en lien avec la baisse du prix du baril. Néanmoins, une fois que l'on corrige des composantes les plus volatiles de l'indice – énergie et biens alimentaires – il reste que l'inflation dite sous-jacente ne donne aucun signe d'accélération. Dans la zone euro, l'indice progresse en moyenne de 1 % en glissement annuel depuis 2013. Aux États-Unis, il y a une légère hausse avec une inflation sous-jacente qui est passée de 1 % en juillet 2017 à 1,7 % 2 ans plus tard. On observe cependant un mouvement opposé au Royaume-Uni avec un sous-jacent qui ne progresse plus que de 1,5 % en juillet 2019 contre 2,7 % en juillet 2017. L'accélération des prix observée fin 2016 début 2017 était en partie la conséquence de la dépréciation de la livre sterling consécutive au vote en faveur du *Brexit*.

Graphique 47. Taux d'inflation



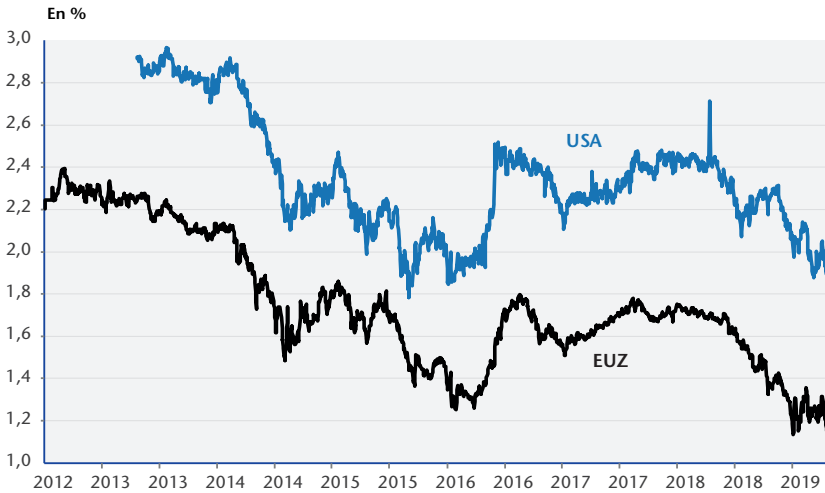
Note : pour les États-Unis, l'inflation est mesurée par le déflateur de la consommation (PCE) qui est l'indicateur suivi par la Réserve fédérale.

Sources : Eurostat, ONS, BLS, Statistics Bureau of Japan.

Dans tous les cas, il ressort que l'inflation est inférieure à 2 %, valeur qui constitue la cible adoptée par la Réserve fédérale, la BCE, la BoE et la BoJ afin de satisfaire leur objectif de stabilité des prix. La dynamique récente indique que l'inflation ne converge pas vers cette cible. Par ailleurs, les banques centrales se sont aussi inquiétées du décrochage des anticipations d'inflation de long terme (graphique 48), qui sont des indicateurs mesurant l'ancrage des anticipations et la crédibilité des actions des banques centrales pour atteindre leur objectif. Dans la zone euro, cet indicateur a perdu 0,6 point depuis le début de l'année 2018 et s'élève actuellement à 1,2 %. Les anticipations d'inflation de la BCE à l'horizon 2020 (1,2 %) et 2021 (1,4 %) qui ont été annoncées lors de la réunion du 12 septembre suggèrent une inflation durablement inférieure à la cible.

Le constat semble moins préoccupant en termes de niveau pour les États-Unis puisque le niveau de l'inflation anticipée reste proche de 2 % mais la baisse de l'inflation anticipée est significative : -0,4 point. Les membres du *Board* de la Réserve fédérale anticipent une inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – qui atteindrait 1,9 et 2 % respectivement en 2020 et 2021.

Graphique 48. Anticipations d'inflation à 5 ans dans 5 ans



Source : Thomson Reuters.

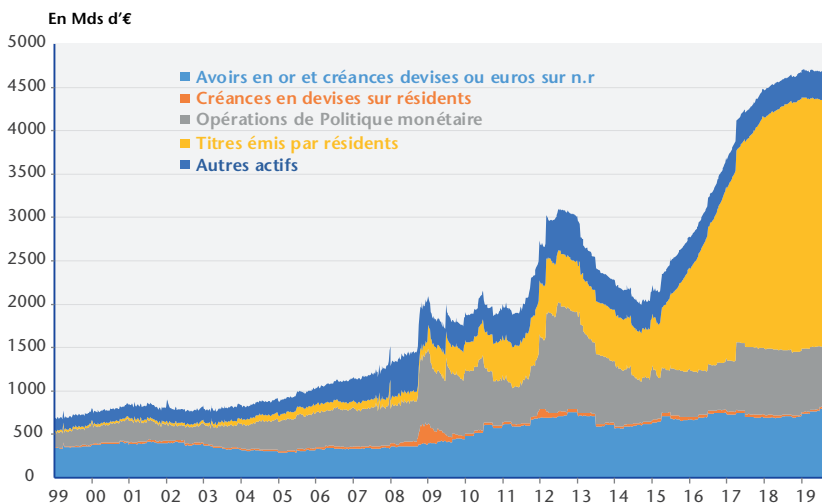
Le rétropédalage de la BCE et de la Réserve fédérale

Les dernières réunions de la BCE, de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon ont largement focalisé sur cette évolution récente de l'inflation. Lors de la conférence de presse ayant suivi la réunion du Conseil des gouverneurs du 12 septembre, Mario Draghi a explicitement indiqué que le taux directeur – taux des opérations principales de refinancement actuellement à 0 % – de la BCE resterait à ce niveau tant que l'inflation n'aura pas significativement convergé vers 2 %. À cette annonce suggérant que la politique monétaire continuera à être expansionniste, se sont ajoutées plusieurs mesures conduisant à un nouvel assouplissement de la politique monétaire. D'une part, le taux sur les facilités de dépôts a été réduit de 0,1 point passant ainsi à -0,5 %. Ce taux négatif revient à taxer les réserves excédentaires que les banques commerciales détiennent auprès de la BCE¹. Pour répondre aux inquiétudes des banques sur l'incidence de ce taux négatif sur leur rentabilité, la BCE a décidé d'introduire un système à palier permettant de réduire l'impact du taux négatif sur une partie des réserves.

1. Une étude récente de Boungou (2019) suggère que les taux négatifs réduiraient bien la marge d'intérêt des banques mais que cet effet serait compensé par les autres revenus (revenus fixes liés aux commissions d'activité par exemple) si bien qu'il n'y aurait pas d'impact significativement négatif sur leur rentabilité.

Par ailleurs, les achats nets d'actifs réalisés dans le cadre de l'APP (*Assets purchase programme*) qui avaient pris fin depuis décembre 2018 ont été réactivés à raison de 20 milliards d'euros par mois à partir du 1^{er} novembre 2019, ce qui va se traduire par une nouvelle augmentation du bilan de l'Eurosystème (graphique 49). La BCE a aussi indiqué que la politique de réinvestissement du principal et des intérêts des titres venant à échéance serait maintenue longtemps après que les taux soient remontés. En pratique, cela signifie que la taille du bilan en euros courants va ré-augmenter dans un premier temps. La réduction de la taille n'interviendrait pas une fois que les achats nets de titres auront cessé mais bien après la remontée des taux.

Graphique 49. Bilan simplifié de la BCE



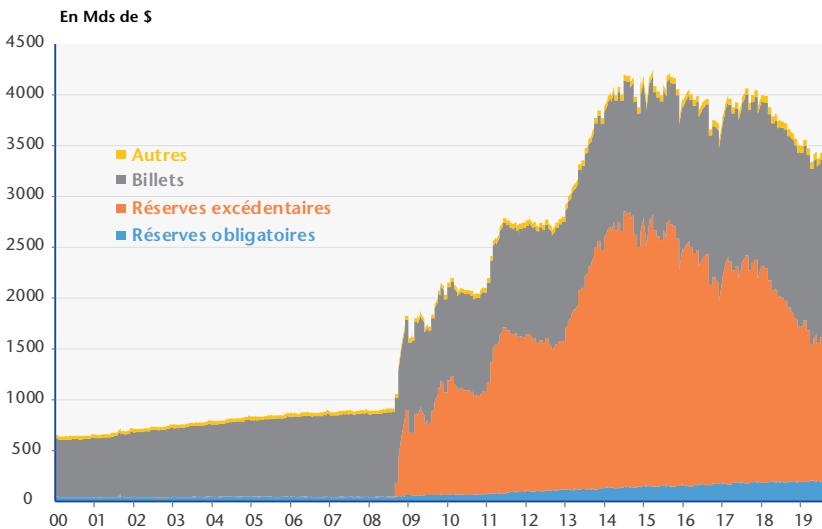
Source : BCE.

Enfin, les modalités des opérations de TLTRO (*Targeted longer-term refinancing operations*) permettant d'allouer des refinancements aux banques en contrepartie des crédits qu'elles octroient ont été modifiées afin de renforcer la transmission des taux bas vers les taux bancaires. À quelques semaines de la fin du mandat de Mario Draghi, la BCE se montre donc offensive espérant ainsi créer des conditions de financement favorables pour une durée prolongée et influencer les anticipations d'inflation, ce qui permettrait, en cas de succès, de faire baisser le taux réel stimulant ainsi la demande et *in fine* l'inflation.

Aux États-Unis, la normalisation de la politique monétaire avait déjà été amorcée, ce qui a redonné des marges de manœuvre à la banque

centrale pour baisser les taux. Ainsi, après les 9 hausses de taux décidées entre décembre 2015 et décembre 2018, la Réserve fédérale revient en arrière et assouplit sa politique monétaire arguant d'une inflation plus basse que la cible (1,4 %), d'anticipations d'inflation à la baisse et de la dégradation de l'environnement international qui devrait se traduire par un ralentissement de l'activité à court terme. Après une première baisse d'un quart de point du taux votée en juillet 2019, le taux objectif des fonds fédéraux a été de nouveau réduit en septembre et atteint désormais 2 %. Du côté du bilan, la Réserve fédérale a également mis un terme à la réduction progressive amorcée début 2018. Il n'est pour l'instant pas prévu que de nouveaux achats d'actifs soient mis en œuvre. Néanmoins, la banque centrale a dû injecter en urgence des liquidités pour combler un déséquilibre brutal entre l'offre et la demande sur le marché des REPO (*repurchase agreement*), marché qui permet à de nombreux acteurs – institutions financières et entreprises – de se refinancer à très court terme contre la mise en garantie de titres. Une rupture de liquidités s'est produite le 17 septembre, ce qui a porté le taux à près de 7 % et contraint la Réserve fédérale à injecter 75 milliards de dollars. Il semble que cette situation soit le fruit d'un décalage de trésorerie ayant conduit certains acteurs à retirer subitement leurs liquidités, ce qui a réduit l'offre. Bien que ce type d'intervention ne soit pas exceptionnel, l'ampleur des besoins de liquidités a été plus important et durable puisque la Réserve

Graphique 50. Base monétaire américaine



Source : Réserve fédérale.

fédérale a dû prolonger son soutien au marché. Cette situation pourrait aussi traduire un dysfonctionnement du marché monétaire et un besoin croissant de liquidités en dollars. Avec la baisse des réserves excédentaires (voir graphique 50) en lien avec le dégonflement du bilan de la banque centrale, les acteurs de marché semblent être à cours de liquidités. Dans ces conditions, un retrait ponctuel de fonds pour des raisons exogènes, comme celui observé fin septembre, provoque un assèchement rapide du marché et une forte remontée des taux. Au-delà des injections de court terme, la Réserve fédérale devra donc surveiller l'état des marchés monétaires afin d'éviter qu'une nouvelle crise de liquidité survienne et se propage à l'ensemble du système financier.

Statu quo pour la banque d'Angleterre et du Japon

Au Royaume-Uni, la banque centrale se prépare à l'éventualité d'un Brexit sans accord. Lors de la réunion du 19 septembre, elle fait le constat d'une économie en situation d'excès de demande. En l'absence de Brexit désordonné, l'économie retrouverait un rythme de croissance proche du potentiel et l'inflation convergerait vers la cible justifiant ainsi la normalisation de la politique monétaire, c'est-à-dire une remontée graduelle du taux directeur. Un scénario de sortie de l'Union sans accord réduirait l'activité mais pourrait accroître l'inflation par la dépréciation de la livre. Dans ces conditions, la Banque d'Angleterre serait placée face à un dilemme entre son objectif d'inflation et l'évolution de la croissance. Ces déclarations récentes indiquent qu'elle pourrait intervenir dans un sens ou dans un autre. Nous anticipons cependant que la politique monétaire deviendrait plus expansionniste au moins à court terme afin d'amortir le choc négatif sur l'activité et atténuer l'incertitude qui pèserait sur la demande.

Enfin, la Banque du Japon maintient sa stratégie très expansionniste qui s'appuie notamment sur une politique de contrôle de la pente des taux et des achats d'actifs. Du côté des taux, la BoJ cible un taux directeur négatif (-0,1 %) et un taux long – sur les obligations publiques à 10 ans – de 0 %. Cette politique s'accompagne d'achats d'actifs obligataires publics en cohérence avec sa cible de taux long mais aussi d'ETF (*Exchange-traded funds*), ce qui lui permet de soutenir le marché des actions, d'obligations privées et d'actifs investis sur le marché immobilier.

Des décisions contestées

La nouvelle phase d'assouplissement amorcée par la BCE et la Réserve fédérale a suscité des réserves au sein même des comités de politique monétaire. Ainsi, la relance du QE (*Quantitative easing*) et la nouvelle baisse des taux a été ouvertement critiquée par les présidents de la Bundesbank et de la banque centrale des Pays-Bas : Jens Weidmann et Klaas Knot. Ces membres du Conseil des gouverneurs considèrent en effet qu'il n'y a pas de risque de récession dans la zone euro et que la prolongation des mesures d'achats d'actif ou le maintien de taux bas sur longue période accroissent les risques en matière de stabilité financière. Sabine Lautenschläger, membre du directoire de la Banque centrale européenne, a quant à elle démissionné comme l'avait fait Jürgen Stark en décembre 2011. Si ces voix dissonantes sont peu surprenantes au regard des positions de ces personnalités qui avaient déjà émis des réserves sur l'orientation de la politique monétaire, les désaccords de Benoît Cœuré ou de François Villerooy de Galhau suggèrent que la décision récente n'a été obtenue qu'à une courte majorité. L'arrivée de Christine Lagarde à la tête de l'institut de Francfort le 1^{er} novembre 2019, en remplacement de Mario Draghi, pourrait modifier l'équilibre des forces au sein de la BCE. Avant d'avoir pris ses fonctions, Christine Lagarde a déclaré son soutien aux mesures d'achat d'actifs et à la politique de taux négatifs, ce qui pourrait suggérer qu'elle souhaiterait poursuivre sur la voie de son prédécesseur en cas de persistance d'une faible inflation.

Aux États-Unis, les votes sur les décisions du FOMC sont publiés et les deux baisses n'ont pas été votées à l'unanimité puisque Esther Georges et Éric Rosengren s'y sont opposés² préférant le statu quo. En dépit de ces deux baisses, la pression exercée par Donald Trump pour que les taux baissent plus fortement et rapidement s'accroît à chaque réunion du FOMC et en réaction aux décisions de la BCE. Le Président américain accuse la Réserve fédérale de ne pas soutenir sa politique et de baisser les armes face à la « guerre des monnaies » qui serait déclenchée par la BCE et la banque centrale chinoise. Dans un contexte économique qui reste favorable, on ne peut exclure que les décisions récentes aient été prises sous influence. En effet, même si l'inflation est inférieure à sa cible de 2 % et si la croissance faiblit, la situation reste favorable. Selon les anticipations des membres du

2. Concernant la décision du 19 septembre, James Bullard aurait souhaité une baisse d'un demi-point du taux.

FOMC publiées en septembre, la croissance atteindrait 2 % en 2020, soit un niveau proche du potentiel estimé par le CBO (*Congressional Budget Office*) et l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – 1,9 %. De telles anticipations plaideraient plutôt pour la poursuite d'une stabilité, voire une hausse des taux.

Une expansion sans fin ?

Dans la mesure où les décisions récentes des banques centrales ont été principalement motivées par l'évolution de l'inflation, l'orientation future de la politique monétaire dépend donc de l'évolution des prix. Or les prévisions des banques centrales, hormis celles de la Réserve fédérale, n'anticipent pas de remontée de l'inflation d'ici 2021. Pour la zone euro, nous attendons comme la BCE une inflation inférieure à 1,5 % en 2020 et 2021. Les dernières déclarations de Mario Draghi visant à guider les anticipations suggèrent donc le maintien du taux des opérations principales de refinancement proche de 0 %. Reste à savoir si Christine Lagarde plaidera pour une amplification de la politique d'achats d'actifs si l'inflation ne converge pas vers la cible de 2 %. La BCE pourrait en effet se retrouver enfermée dans une logique d'assouplissement quantitatif permanent ou du moins de longue durée. Tant que l'objectif principal reste celui de la stabilité des prix, définie comme une inflation proche de 2 %, la banque centrale sera incitée à définir l'orientation de sa politique monétaire uniquement à l'aune de l'écart entre l'inflation observée et cette cible. Autrement, elle devra reconnaître son impuissance, ce qui nuira à sa crédibilité.

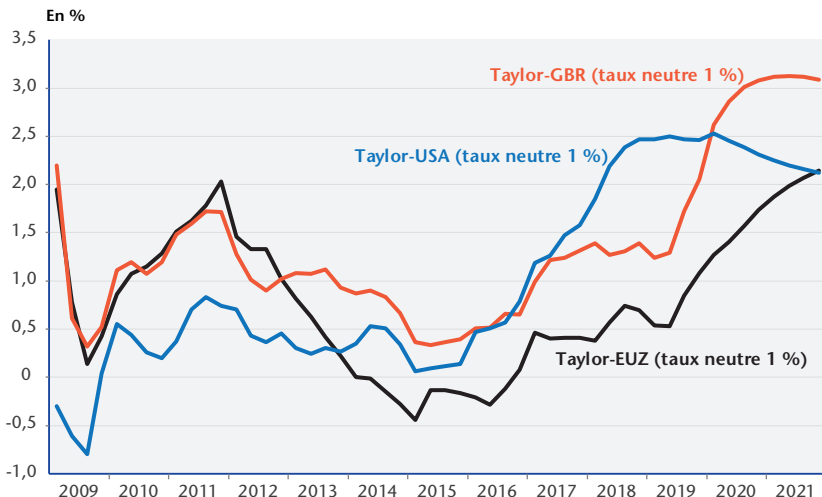
La situation de la BCE s'approche de plus en plus de celle de la Banque du Japon qui poursuit sa politique de gonflement du bilan tant que l'inflation reste basse, ce qui est le cas depuis le début des années 1990. Entre 1993 et juillet 2019, l'inflation moyenne au Japon s'est élevée à 0,2 % avec seulement 3 épisodes au cours desquels l'inflation a dépassé 2 % ; le dernier datant de 2014-2015 a été la conséquence de l'augmentation du taux de TVA. Si la littérature empirique montre que les politiques monétaires non conventionnelles ont eu des effets favorables, l'incapacité des banques centrales à reprendre le contrôle de l'inflation doit conduire à s'interroger sur le meilleur outil pour atteindre cet objectif. La politique monétaire serait plus efficace si elle était complétée par d'autres politiques économiques. La BCE a d'ailleurs indiqué que les politiques de demande devraient être plus actives sur l'ensemble de la zone euro. Malgré la baisse du chômage,

les mutations sur le marché du travail ainsi que les politiques de flexibilisation ont probablement accru la précarité et réduit le pouvoir de négociation d'une partie importante des salariés travaillant à temps partiel ou en tant qu'indépendants.

Une politique monétaire trop expansionniste ?

D'ailleurs, pour la zone euro, le taux implicite issu d'une règle de Taylor où la banque centrale accorde un poids identique à l'inflation et à l'écart de croissance indique que le taux dans la zone euro devrait remonter et dépasser 2 % fin 2021 (graphique 51). Avec une hypothèse de taux neutre de 1 % et une cible d'inflation à 2 %, le taux de politique monétaire convergerait vers 3 % lorsque l'écart de croissance est nul et que l'inflation est à sa cible. Malgré le ralentissement à venir de l'activité en zone euro, l'écart de croissance resterait positif³ atténuant ainsi l'effet lié à l'écart de l'inflation à sa cible.

Graphique 51. Taux issus d'une règle de Taylor monétaire américaine



Note : la règle de Taylor est telle que $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_{\pi} \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$ où $\rho = 0,75$ % ; $\bar{r} = 1$ % ; $\bar{\pi} = 2$ % ; $\lambda_{\pi} = \lambda_{og} = 0,5$ %.

Sources : Banques centrales nationales, calculs et prévision OFCE, octobre 2019.

Au Royaume-Uni, la hausse serait plus forte étant donnée l'inflation plus élevée en prévision : 2,6 % en 2020 comme en 2021. Néanmoins, nous supposons que la Banque d'Angleterre sera bien plus prudente.

3. Le calcul de l'écart de croissance dépend de l'hypothèse de croissance potentielle. Ici, il s'agit de celle retenue par l'OCDE qui s'élève à 0,9 %.

Tant qu'il n'y aura pas d'issue au Brexit, elle maintiendra le taux à 0,75 %. Sous l'hypothèse d'un accord qui ne provoque pas de rupture brutale dans les relations entre l'Union et le Royaume-Uni, le taux remonterait très graduellement et pourrait atteindre 1 % à partir de 2021. Pour les États-Unis, l'évolution du taux de Taylor suggère une baisse du taux d'un demi-point entre début 2020 et fin 2021, justifiée par notre hypothèse de croissance qui redeviendrait inférieure au taux de croissance du potentiel et une inflation inférieure à la cible. Les deux baisses de taux décidées cet été par la Réserve fédérale auraient donc anticipé celles suggérées par la règle de Taylor. Notre scénario conjoncturel indique cependant une croissance plus faible en 2020 que celui de la Réserve fédérale, ce qui devrait amener le FOMC à baisser encore son taux d'un quart de point en début d'année 2020 puis à le stabiliser ensuite. Il faut cependant noter que les niveaux de taux issus de ces règles de Taylor sont très dépendants de l'hypothèse retenue sur le taux neutre de politique monétaire, qui est inobservé et censé refléter le niveau de taux auquel la politique monétaire n'est ni expansionniste, ni restrictive. Des évaluations récentes suggèrent un taux qui a fortement diminué depuis la fin des années 1990⁴. Mais ces estimations peuvent être assez sensibles à la dynamique récente des taux. Le taux neutre devrait notamment être déterminé par la tendance de croissance. Avec un taux neutre égal à la croissance potentielle réelle de 2 %, le niveau des taux aux États-Unis serait plus élevé et aurait même dû passer au-dessus de 3 % début 2020. L'analyse du caractère expansionniste ou restrictif de la politique monétaire américaine dépend crucialement du niveau de ce taux. Les décisions récentes de la Réserve fédérale suggèrent que les membres du FOMC supposent que le taux neutre est faible aux États-Unis. Sa baisse serait non seulement justifiée par la baisse de la croissance potentielle américaine mais aussi par la demande d'actifs sûrs et liquides qui poussent le rendement à la baisse⁵.

La zone euro en taux négatifs

La baisse des taux et le ralentissement anticipé de l'activité ont poussé les taux longs à la baisse (graphique 52). Dans la zone euro, ils sont même devenus négatifs depuis mi-août alimentant le parallèle de plus en plus étroit entre la zone euro et le Japon. Les taux étaient négatifs depuis le début de l'année en Allemagne et le sont désormais en

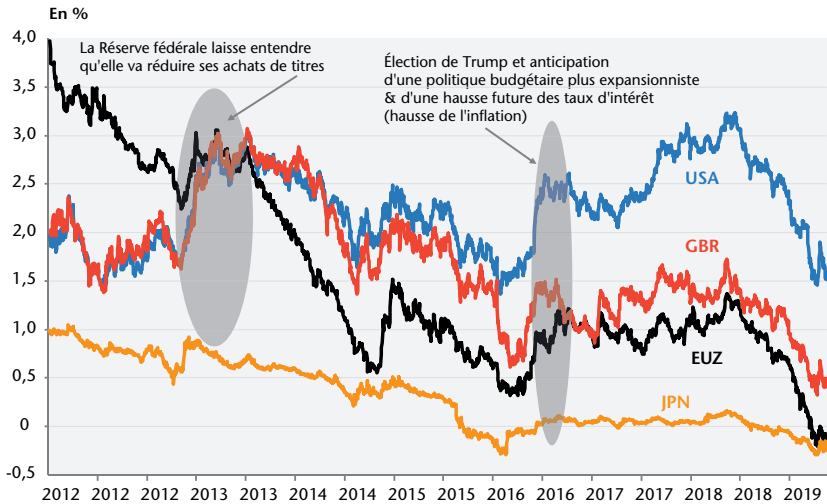
4. Voir Holston, Laubach et Williams (2017) par exemple.

5. Voir Del Negro, Giannoni, Giannone et Tambalotti (2017).

France, aux Pays-Bas, en Belgique, en Autriche, Finlande et en Irlande. L'élection de Donald Trump et son programme budgétaire ainsi que les anticipations de normalisation de la politique monétaire avaient poussé les taux fin 2016. Mais depuis 2018, les premières craintes sur un ralentissement à terme de la croissance et le retournement des anticipations sur l'évolution des taux directeurs ont conduit à une hausse de taux de 3 % à 1,5 % début septembre 2019, même s'ils ont ensuite remonté en fin de mois.

Du côté des taux de change, il y a eu peu de mouvements depuis le début de l'année 2019. Les marchés semblent intégrer le maintien d'une politique monétaire durablement plus expansionniste en zone euro qu'aux États-Unis. Nous supposons que l'euro baissera encore un peu à court terme. La relance du QE pousse l'euro à la baisse. À moyen terme, les déséquilibres de balance courante se traduiraient par une appréciation de l'euro vis-à-vis du dollar qui s'établirait à 1,2 dollar pour un euro⁶.

Graphique 52. Évolution des taux longs



Source : Thomson Reuters.

6. Ducoudré, Timbeau et Villemot (2018) montrent que la stabilisation des soldes courants suppose un taux d'équilibre pour l'euro à 1,35 dollar.