

## 7. Politique monétaire – Concordance des cycles

---

La normalisation de la politique monétaire se poursuit aux États-Unis et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la fin de l'assouplissement quantitatif est prévue pour décembre 2018, ce qui devrait clore la période qui s'est ouverte il y a 10 ans et qui a amené les banques centrales à recourir à des politiques non conventionnelles<sup>1</sup>. Ces trois banques centrales vont donc augmenter leur taux directeur dans les prochains mois. Cette phase de resserrement commun se justifie à la fois par l'amélioration de la situation conjoncturelle mais aussi par la nécessité de retrouver des marges de manœuvre en cas de ralentissement futur de la croissance. En dépit de cette concordance des cycles, la vitesse et l'ampleur du rythme de hausse des taux seront différentes reflétant les différences de cycle économique et l'incertitude politique dans le cas du Royaume-Uni. Dans ces conditions, un écart de taux va se creuser entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la zone euro. En fin d'année 2020, le taux directeur de la politique monétaire atteindrait 4 % aux États-Unis, 2,25 % au Royaume-Uni et 1,5 % dans la zone euro.

### De la fin de l'assouplissement quantitatif...

Lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE qui s'est tenue en juin, Mario Draghi a annoncé une dernière extension du programme d'assouplissement quantitatif et une réduction des achats de titres. L'annonce a été plutôt perçue comme expansionniste par les marchés qui ont retenu l'allongement de la durée du programme. Le taux de change de l'euro s'est alors légèrement déprécié face au dollar dans les minutes qui ont suivi la conférence de presse<sup>2</sup>. À partir d'octobre, les achats mensuels nets de titres par la BCE s'élèveront à

---

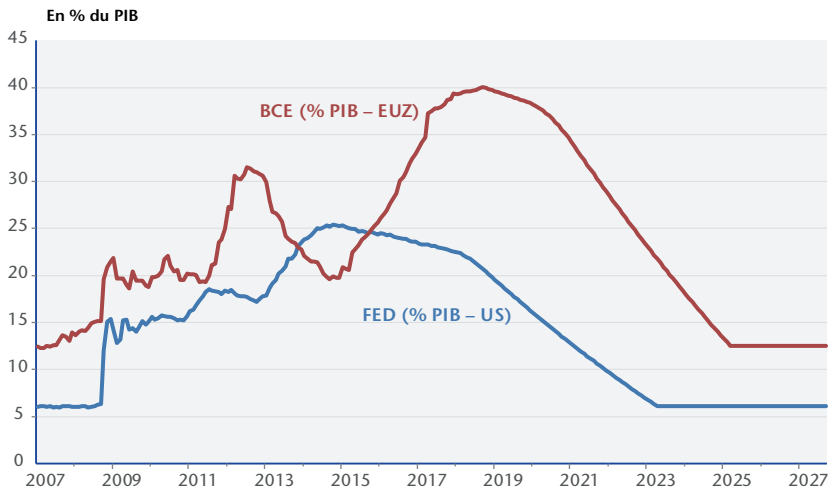
1. Le Japon resterait une exception puisque la Banque du Japon continuera d'acheter des actifs afin de maintenir le taux de long terme autour de 0 %.

2. Voir [Blot et Hubert \(2017\)](#).

15 milliards au lieu de 30<sup>3</sup>. À l'issue de cette période, la BCE stabilisera la taille de son bilan. Concrètement, la BCE n'interviendra sur les marchés que pour réinvestir le montant des titres de son bilan qui arrivent à échéance. En pourcentage du PIB de la zone euro, la taille atteindrait donc un pic à 40 % en fin d'année 2018.

À ce stade, la BCE n'a pas communiqué sur le moment où elle pourrait commencer à réduire la valeur nominale de son actif. À titre de comparaison, il s'était écoulé trois ans entre la fin des achats nets de titres – en octobre 2014 – par la Réserve fédérale et la baisse de l'encours d'actifs amorcé à partir d'octobre 2017. Depuis, la réduction se poursuit selon un calendrier annoncé par la Réserve fédérale. Sous l'hypothèse que les banques centrales ciblent une taille de bilan en termes de PIB proche de celle observée avant la crise, cette dernière phase de la normalisation de la politique monétaire s'achèverait en avril 2023 aux États-Unis (graphique 1). En supposant que le plan mis en œuvre par la BCE débute en janvier 2020 et qu'il se ferait au même rythme qu'aux États-Unis, la normalisation prendrait fin en avril 2025 dans la zone euro. Il s'agit cependant d'une cible totalement *ad-hoc* et qui ne tient pas compte d'éventuels chocs futurs qui pourraient

Graphique 1. Perspectives d'évolution de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE



Sources : Réserve fédérale, BCE, calculs et prévision OFCE octobre 2018.

3. Il s'agit de la troisième phase de réduction des achats. La première avait débuté en avril 2017 avec un passage de 80 à 60 milliards. Puis, en janvier 2018, ces achats de titres étaient passés à 30 milliards avant la dernière phase débutant en octobre 2018.

amener les banques centrales à atténuer, voire arrêter cette politique de réduction de la taille du bilan. Par ailleurs, il y a une grande incertitude sur la cible – en pourcentage du PIB – que souhaiteront atteindre les banques centrales et même un débat sur l'opportunité de continuer à avoir recours à des politiques de bilan<sup>4</sup>.

Du côté de la Banque d'Angleterre, le plafond de stocks de titres détenus au bilan de la banque centrale est maintenu à 435 milliards de livres depuis août 2016 et il ne devrait plus être augmenté. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre n'envisage pas de diminuer cet encours d'actifs tant que le taux de base n'aura pas atteint 1,5 %. Étant donné notre scénario de taux au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre ne communiquerait pas sur ce sujet avant 2020.

### ... à la hausse des taux d'intérêt

En mettant un terme aux achats nets de titres, la Réserve fédérale a réduit progressivement son soutien à l'économie *via* les politiques de bilan, ce qui s'est traduit par une remontée du taux fictif (ou taux *shadow*) de politique monétaire<sup>5</sup> qui permet de représenter dans l'espace des taux de court terme l'effet des mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales (graphique 2). Pour les États-Unis, il ressort en effet que ce taux a progressivement augmenté à partir de 2013, c'est-à-dire lorsque la Réserve fédérale a annoncé puis réduit ses achats de titres. Par ailleurs, dès lors que la banque centrale américaine a décidé d'une première hausse de son taux directeur, en décembre 2015, le taux fictif est repassé en territoire positif. Le taux fictif correspond désormais au taux cible de la Réserve fédérale. La situation est identique pour la Banque d'Angleterre puisque le taux fictif a atteint un point bas après que la banque centrale a annoncé puis acheté de nouveaux titres émis par le Trésor britannique au cours du dernier semestre 2016. Le taux fictif a ensuite convergé vers zéro avant de coïncider avec le taux directeur de la Banque d'Angleterre fixé à 0,75 % depuis août 2018.

De fait, seule la BCE conserve un taux fictif négatif, à -3,1 % en septembre 2018, même s'il remonte depuis novembre 2016, ce qui correspond à peu près au moment où Mario Draghi a annoncé une

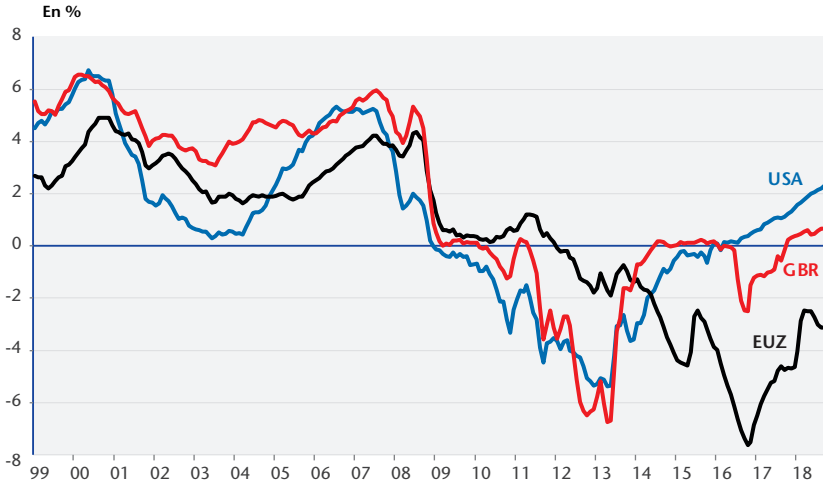
---

4. Voir Blot, Creel et Hubert (2018) pour une discussion de ces arguments.

5. Calculé ici par Krippner. Voir [ici](#) pour une explication du calcul et la mise à jour des séries de taux fictif de la politique monétaire.

première réduction des achats de titres. Si ce taux peut être considéré comme un indicateur du stimulus additionnel lié aux mesures non conventionnelles, il ressort alors que celles-ci ne joueraient plus que dans la zone euro et qu'elles s'atténueraient progressivement.

Graphique 2. Taux fictifs de politique monétaire



Source : Krippner, Banque centrale de Nouvelle-Zélande.

### La Réserve fédérale vise la neutralité

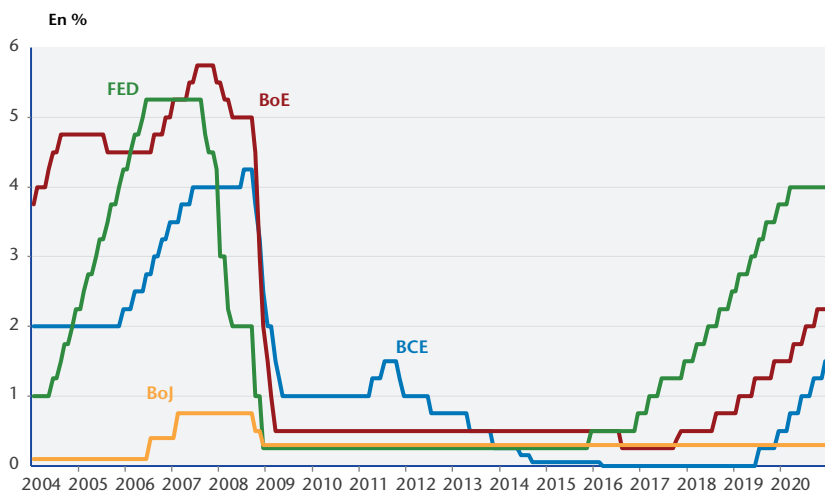
Dès lors que le taux fictif redevient positif, l'orientation de la politique monétaire serait alors pleinement reflétée par les variations du taux directeur qui serait de nouveau l'outil principal par lequel les banques centrales tentent d'atteindre leurs objectifs d'inflation et d'activité. Aux États-Unis, c'est le cas depuis décembre 2015. Le resserrement monétaire s'est ensuite poursuivi très graduellement puisque les taux n'ont été augmentés qu'une fois en 2016 et 3 fois en 2017 (graphique 16). En 2018, le FOMC (Federal open-market Committee) a déjà augmenté les taux à trois reprises et une nouvelle hausse est anticipée d'ici la fin de l'année indiquant ainsi une accélération du rythme de resserrement de la politique monétaire américaine justifiée par l'accélération de l'activité et une inflation supérieure à la cible de 2 % visée par la Réserve fédérale.

Depuis mars 2018, le déflateur de la consommation – indicateur de prix ciblé par la Réserve fédérale – est supérieur à 2 %. Sur le deuxième trimestre il atteint 2,2 % et ce rythme devrait se poursuivre d'ici la fin de

l'année<sup>6</sup>. Surtout, cette évolution n'est pas essentiellement tirée par la composante énergie : une fois corrigé de l'énergie ainsi que des prix alimentaires, le déflateur augmente à un rythme proche de 2 %. Surtout, les perspectives de croissance pour 2018 sont favorables, ce qui devrait conduire l'économie américaine dans une situation d'écart de croissance positif. En 2019, même si la progression du PIB marquait légèrement le pas (2,6 % après 3 % en 2018), les États-Unis resteraient dans une phase de haut de cycle. La faiblesse du chômage alimenterait une boucle prix-salaire et l'inflation serait de surcroît renforcée par l'augmentation des tarifs douaniers. Le déflateur de la consommation passerait à 2,4 % en 2019 avant de reculer légèrement en 2020 (2,3 %).

Ces différents éléments justifient la poursuite et même l'accélération du resserrement monétaire. Nous supposons par conséquent que la Réserve fédérale souhaitera rapidement revenir vers une orientation plus neutre de sa politique et augmenterait son taux directeur à 5 reprises en 2019 afin d'atteindre 4 % (graphique 3). Le taux se stabiliserait ensuite à ce niveau en 2020. En effet, le ralentissement assez net de l'économie américaine incitera la banque centrale à ne pas durcir excessivement la politique monétaire.

Graphique 3. Taux directeurs des banques centrales



Source : BCE, BoE, Réserve fédérale, Prévision OFCE octobre 2018.

6. En juillet et août, il progressait de 2,3 et 2,2 % respectivement.

## Un resserrement prudent en Europe

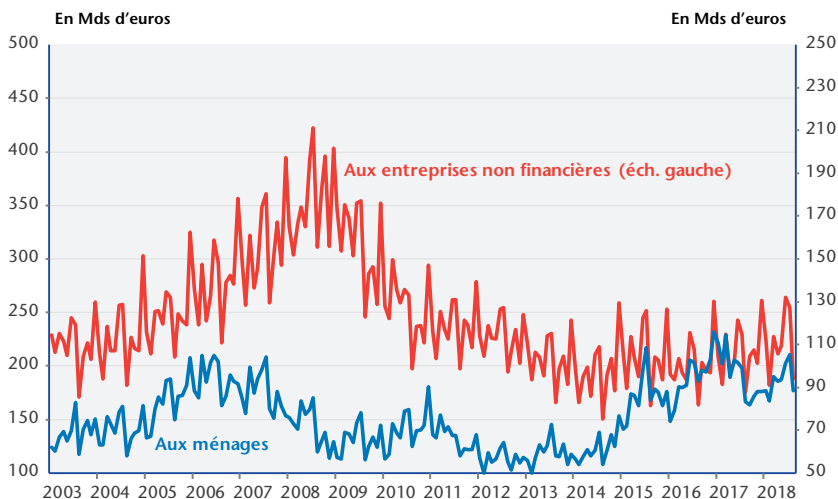
Dans la zone euro, Mario Draghi a annoncé lors de la réunion de juin que les taux n'augmenteraient pas avant l'été 2019 et il confirme qu'un stimulus monétaire reste nécessaire pour la zone euro. De fait, même si l'activité a accéléré en 2017 et que la croissance devrait s'établir à 2 % en 2018, le taux de chômage reste élevé (8,1 % en août) et supérieur de plus d'un demi-point à son niveau d'avant-crise. Surtout, l'inflation en zone euro reste basse même si l'indice des prix à la consommation a retrouvé la cible de 2 % depuis juin 2018.

La dynamique récente des prix s'explique cependant principalement par la composante énergie. L'inflation sous-jacente ne donne toujours aucun signe d'augmentation depuis l'été 2013. Elle s'élève à 1,1 % en septembre 2018. Dans ces conditions, l'inflation devrait baisser dès que les effets de la hausse du prix du pétrole auront été absorbés. Nous anticipons une inflation qui retomberait à 1,6 puis 1,5 % en 2019 et 2020 malgré la poursuite de la baisse du chômage et la fermeture progressive de l'écart de production dans la zone euro. Ce scénario suggère donc la persistance d'un écart de l'inflation à la cible de la BCE. La communication des prévisions d'inflation de la BCE en septembre 2018 aboutit au même diagnostic puisque l'Eurosystème prévoit une stabilisation de l'inflation à 1,7 % en 2019 et 2020. C'est aussi ce que suggèrent les travaux de Hasenzagl, Pellegrino, Reichlin et Ricco (2018) à partir d'une modélisation de l'inflation tendancielle. Enfin, les anticipations de marché à long terme mesurées par l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans restent autour de 1,5 %.

Dans tous les cas, il n'y aurait donc pas de retour de l'inflation vers la cible de 2 % dans la zone euro à l'horizon de notre prévision, ce qui justifiera donc que l'orientation de la politique monétaire reste expansionniste. Pour autant, la BCE déciderait d'amorcer la deuxième étape du processus de normalisation en augmentant son taux d'intérêt à partir de l'été 2019. Cette phase de resserrement serait graduelle et le taux des opérations principales de refinancement atteindrait 1,5 % en fin d'année 2020, soit un niveau toujours inférieur à celui observé entre 1999 et 2007. Le resserrement serait néanmoins justifié par la situation macroéconomique, par le souhait de retrouver des marges de manœuvre mais il pourrait aussi l'être pour un motif de stabilité financière. La production de nouveaux crédits est effectivement plus dynamique sur l'ensemble de la zone euro, notamment pour les crédits aux ménages qui retrouvent une tendance identique à celle observée

en 2005 (graphique 4). Toutefois, l'encours de crédits distribués aux ménages et aux entreprises non-financières baisse toujours. Pour les ménages, il s'élève à 49,1 % du PIB de la zone euro contre un pic à 53,2 % fin 2012. C'est surtout du côté des entreprises que l'ajustement a été le plus marqué avec un encours de crédit qui est passé de 52,2 % début 2009 à 37,9 % début 2018.

Graphique 4. Production de nouveaux crédits en zone euro



Source : BCE.

La Banque d'Angleterre est dans une situation délicate puisqu'elle doit veiller ce que l'inflation se rapproche de la cible de 2 %, alors que l'activité a ralenti. À la suite du vote en faveur du Brexit en juin 2016, les incertitudes, qui s'étaient immédiatement traduites par une baisse du taux de change et des cours boursiers, avaient conduit la Banque d'Angleterre à baisser son taux d'intérêt d'un quart de point dans la crainte d'une baisse de la croissance qui s'est ensuite confirmée. Mais la dépréciation initiale de la livre a contribué à pousser l'inflation à la hausse, ce qui a conduit la Banque d'Angleterre à ramener – dans un second temps – son taux directeur à 0,5 % en novembre 2017, avant de le porter à 0,75 % en août 2018. Lors de cette réunion les membres du comité de politique monétaire ont continué de déclarer que le cycle de resserrement serait limité et graduel.

La Banque d'Angleterre retient l'hypothèse d'un accord de sortie avec l'UE et d'une période de transition jusqu'à la fin 2020. Dans ces conditions, selon la Banque d'Angleterre, la croissance du PIB britan-

nique serait à 1,75 % par an, légèrement supérieure à la croissance tendancielle estimée proche de 1,5 %, et l'inflation ralentirait lentement pour s'approcher de 2 % en fin d'année 2020. Avec nos hypothèses de croissance, un peu moins fortes que celles de la Banque d'Angleterre, et d'inflation, proches de celles de la Banque d'Angleterre, le taux directeur serait progressivement relevé pour atteindre 1,5 % fin 2019. En 2020, la levée des incertitudes sur le Brexit plaiderait pour un rythme plus rapide de remontée des taux : une tous les 3 mois à partir d'avril 2020.

### **Euro et livre : une appréciation retardée**

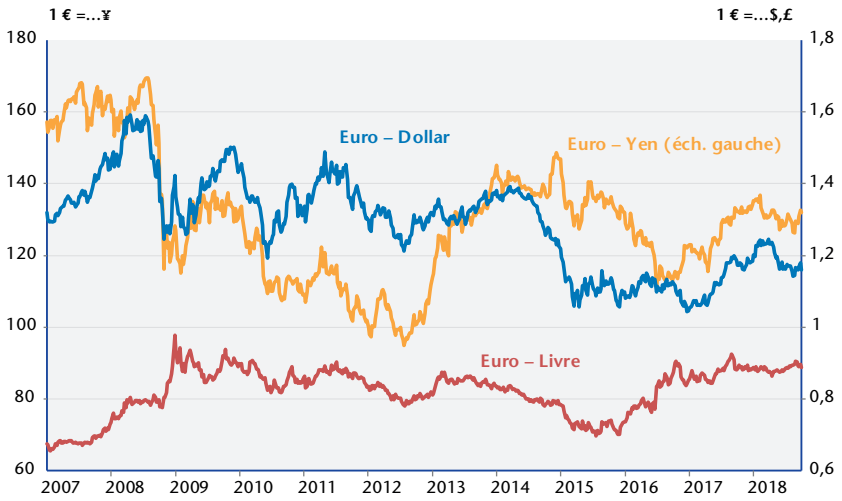
Malgré la concordance des cycles monétaires entre l'Europe et les États-Unis, le rythme de hausse des taux de la Réserve fédérale serait plus marqué que ceux de la BCE et de la Banque d'Angleterre, surtout en 2019. L'écart entre le taux aux États-Unis et dans la zone euro passerait de 2 points actuellement à 3,25 points début 2020. Il en résulterait que la baisse de l'euro observée depuis avril 2018 – l'euro cotait alors 1,24 dollar – se poursuivrait jusqu'en fin d'année, amenant l'euro à 1,12 dollar. Puis, au fur et à mesure que les hausses de taux se confirmeront en 2019, l'euro s'apprécierait face au dollar, notamment en lien avec la divergence des comptes courants. L'euro atteindrait 1,2 dollar à partir du deuxième trimestre 2019 puis 1,30 dollar en fin d'année 2020, se rapprochant ainsi de la valeur du taux d'équilibre estimé autour de 1,35 dollar<sup>7</sup>. Suivant une logique assez proche, la livre sterling se déprécierait légèrement face au dollar en fin d'année 2018 avant de remonter en 2019-2020. À l'effet de la remontée du taux directeur au Royaume-Uni s'ajouterait la levée des incertitudes concernant le Brexit et qui avaient notamment entraîné une dépréciation de la livre de l'ordre de 12 % vis-à-vis de l'euro et du dollar entre juin et octobre 2016 (graphique 5).

---

7. Voir la partie « Quel taux de change d'équilibre pour l'euro-dollar ? » dans OFCE (2018).



Graphique 5. Taux de change de l'euro



Source : Datastream Thomson Reuters.

