

# La BCE prépare l'avenir

Par [Christophe Blot](#) et [Paul Hubert](#)

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

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

Vient alors la question de la date de fin du programme

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

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

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

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

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

---

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

par [Christophe Blot](#) et [Paul Hubert](#)

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

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

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

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

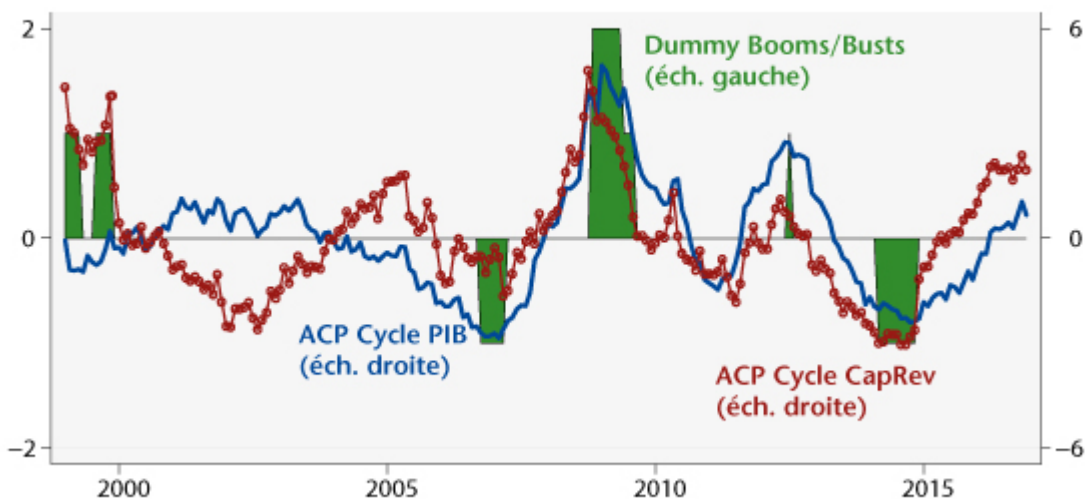
Il en résulte un dilemme que doit arbitrer la BCE. Mettre un terme prématuré à l'assouplissement quantitatif pourrait maintenir la zone euro dans une situation de faible inflation et de basse croissance. Prolonger inutilement le QE, alors que la Réserve fédérale a amorcé la normalisation de sa politique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

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

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

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

Graphique. Crédit en zone euro



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

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

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

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

[2] Le chômage reste élevé alimentant la désinflation.

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

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

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

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

---

# La réduction du bilan de la Réserve fédérale : quand, à quel rythme et quel impact ?

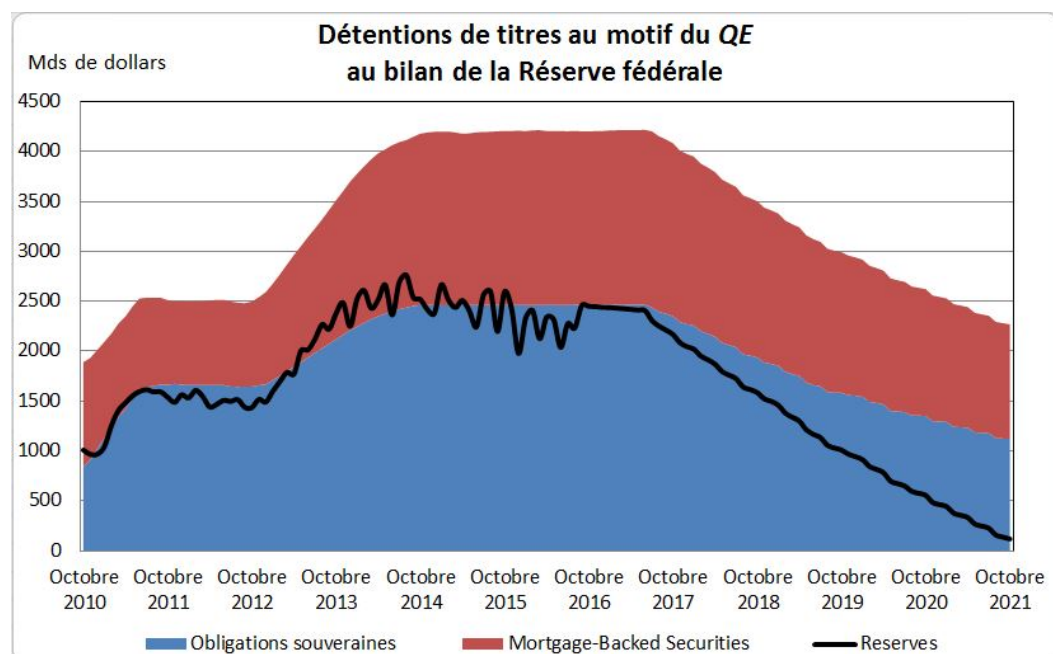
par [Paul Hubert](#)

La politique monétaire américaine a commencé de se resserrer en décembre 2015, le taux directeur de la Fed passant d'une fourchette cible de 0 – 0,25% à 0,75 – 1% en 15 mois. Un élément complémentaire de sa politique monétaire concerne la gestion de la taille de son bilan, conséquence des programmes d'achat de titres financiers (aussi appelés programmes d'[assouplissement quantitatif](#) ou *QE*). Le bilan de la Fed pèse aujourd'hui 4 400 milliards de dollars (soit 26% du PIB), contre 900 milliards de dollars en août 2008 (6% du PIB). L'amélioration de la [situation conjoncturelle](#) aux Etats-Unis et les potentiels [risques](#) associés au *QE* posent les questions du calendrier, du rythme et des conséquences de la normalisation de cet outil non-conventionnel.

Les [procès-verbaux](#) de la réunion du comité de politique monétaire ([FOMC](#)) du 14 et 15 mars 2017 fournissent certains éléments de réponse : la procédure de réduction du bilan de la Fed devrait se faire par le non-réinvestissement du produit des titres arrivant à échéance. Aujourd'hui, alors que les programmes de *QE* ne sont plus actifs depuis [octobre 2014](#) et que la Fed ne crée plus de monnaie pour acheter des titres, elle continue de maintenir la taille de son bilan constante en réinvestissant les montants des titres arrivant à terme. Le FOMC devrait stopper cette politique de réinvestissement « plus tard cette année » [\[1\]](#) et par conséquent commencer la réduction de la taille de son bilan. Conformément aux

[principes de normalisation](#) de ses politiques publiés en septembre 2014 et décembre 2015, la Fed ne vendra pas les titres qu'elle détient, ainsi elle ne modifiera pas sur les marchés financiers la situation d'équilibre sur les stocks mais uniquement sur les flux. L'incertitude demeure quant au rythme auquel le non-réinvestissement sera réalisé, en fonction des titres concernés par le non-réinvestissement, et quant à la taille finale souhaitée du bilan de la Fed.

La lecture du procès-verbal de la réunion de mars indique aussi que « les membres préfèrent généralement l'option consistant à stopper les réinvestissements des titres du Trésor et des MBS ». Des économistes de la Fed ont publié en janvier 2017 dans une [FEDS Notes](#) une simulation de la taille du bilan de la Fed sur la base des hypothèses énoncées ci-dessus. En supposant que le non-réinvestissement commence en octobre 2017 et à l'aide de leurs données sur le portefeuille d'actifs détenus par la Fed, le graphique suivant a été élaboré.



Source: [Federal Reserve Board](#).

Ces projections montrent qu'une politique de non-réinvestissement implique que le bilan diminue d'environ 600



milliards de dollars par année jusqu'en octobre 2019, de 400 milliards de dollars la troisième année et de 300 milliards de dollars la quatrième année. Les avoirs du Trésor diminuent de 1 200 milliards de dollars tandis que les détentions de MBS diminuent de 600 milliards [2]. Selon ces hypothèses, le montant des réserves sera de 100 milliards de dollars en octobre 2021, soit leur niveau d'avant-crise, tandis que la Fed aura à cette date des quantités de dette du Trésor et de MBS d'un montant équivalent (environ 1 100 milliards chacune). Se pose la question de savoir à quelle taille de bilan la banque centrale souhaite revenir : le montant nominal d'avant-crise, le montant exprimé en part du PIB d'avant-crise ou un niveau plus élevé (la détention de titres pouvant servir ses objectifs de stabilisation macroéconomique et de stabilité financière [3]) ? En ne répondant pas explicitement à cette question, la Fed se laisse la possibilité d'ajuster son objectif en fonction de la réaction du marché et le temps de décider quelle taille viser si elle souhaite utiliser cet instrument de façon pérenne.

L'impact économique et sur les marchés financiers d'une telle baisse de la taille du bilan pourrait être limité. Alors que les anticipations privées de ces changements dans la taille et la composition du bilan de la Fed devraient jouer sur les conditions financières, en modifiant les équilibres d'offre ou de demande de titres financiers, les différentes annonces liées à cette normalisation de la politique monétaire n'ont pas eu d'effet pour le moment. Après la publication des procès-verbaux des dernières réunions du FOMC ou de la FEDS Notes décrivant cette politique de réduction, ni les taux d'intérêt, ni le taux de change du dollar, ni les marchés boursiers n'ont réagi. Soit les marchés financiers n'ont pas incorporé cette information (parce qu'elle est passée inaperçue ou qu'elle n'est pas crédible), soit elle était déjà incorporée dans les prix d'actifs et dans leurs anticipations futures.

Autrement dit, il ne semble pas que la réduction de la taille du bilan à venir, si elle se fait sur la base des modalités communiquées, vienne resserrer davantage les conditions monétaires et financières au-delà des hausses à venir des taux d'intérêt, l'instrument conventionnel de la politique monétaire[4]. Si tel était le cas, la normalisation porterait bien son nom. Appliquée à la zone euro, elle tendrait à montrer qu'une politique monétaire ultra-expansionniste n'est pas irréversible.

[1] Plus précisément : « À condition que l'économie continue de croître comme prévu, la plupart des membres (...) jugent qu'une modification de la politique de réinvestissement deviendra appropriée plus tard cette année ».

[2] Sous l'hypothèse que les besoins nets de financement du gouvernement américain seront d'environ 300 milliards de dollars par an sur ces 4 années, la diminution de la demande de titres publics par la Réserve fédérale sera d'un ordre de grandeur similaire.

[3] Cette question est abondamment débattue dans la littérature académique depuis la mise en place des programmes de QE, voir parmi d'autres [Curdia et Woodford \(2011\)](#), [Bernanke \(2016\)](#), [Reis \(2017\)](#).

[4] Alors que la réduction du bilan devrait en théorie jouer principalement sur les taux d'intérêt à long terme, l'absence de réponse couplée aux récentes hausses du taux d'intérêt à court terme pourrait avoir pour conséquence d'aplatir la courbe des taux aux Etats-Unis et ainsi réduire la marge d'intermédiation des banques.

---

# La BCE étend son programme de QE et brouille sa communication

par [Paul Hubert](#)

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

## Quelles décisions ont été prises ?

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

– Le programme d'[assouplissement quantitatif](#) (QE) est étendu en termes de taille – les achats de titres passent de 60Mds€ à 80 Mds€ par mois – mais surtout en termes de types de titres

financiers éligibles à l'achat. Alors que la BCE achetait jusqu'à présent des titres publics (obligations souveraines et/ou de collectivités locales), elle achètera des obligations d'entreprises de bonne qualité, selon les critères des agences de notation. Cette mesure est une réponse directe à l'assèchement de l'offre de titres publics et devrait permettre de peser directement sur les conditions des entreprises qui émettent sur les marchés obligataires.

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

### **Quels effets en attendre ?**

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

favoriser les exportations de la zone euro et à augmenter l'inflation importée et donc l'inflation globale de la zone euro. Ce canal est potentiellement d'autant plus important que la Réserve fédérale a enclenché un cycle de resserrement monétaire.

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

### **Pourquoi annoncer que les marges de manœuvre sont épuisées ?**

Mario Draghi, lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du Conseil des gouverneurs, a annoncé que « la BCE ne réduirait plus les taux d'intérêts », ce qui a eu pour effet de modifier intégralement l'interprétation des marchés financiers des décisions communiquées un peu plus tôt. Alors que ces décisions, très expansionnistes, ont pour but de desserrer plus encore les conditions monétaires et financières et de faire baisser le taux de change de l'euro, l'annonce que les évolutions futures de la politique monétaire de la BCE ne pouvaient être que restrictives a transformé les anticipations des investisseurs.

Parce qu'un des principaux canaux de la transmission de la politique monétaire passe par les anticipations, plusieurs études réalisées sur données américaines[\[1\]](#), anglaises[\[2\]](#) ou de la zone euro[\[3\]](#) montrent que la communication de la banque centrale doit être cohérente avec ses décisions au risque de réduire les effets attendus de la politique monétaire. On parle alors d'un effet de signal de la politique monétaire. La simple phrase formulée par Mario Draghi en est l'exemple. Le graphique suivant montre le taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar sur la journée du 10 mars. La forte baisse du milieu

de journée correspond à la publication des décisions prises lors du Conseil des gouverneurs, tandis que la hausse tout aussi brutale correspond au message contradictoire prononcé quelques minutes plus tard lors de la conférence de presse. On constate alors qu'une série de mesures très expansionnistes – dont l'un des buts est de faire baisser l'euro – vient d'être annoncée, que l'euro aura finalement augmenté vis-à-vis du dollar comme si des mesures restrictives avaient été mises en place.

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

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



Source : Boursorama.

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

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

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

---

## Les programmes de QE créent-ils des bulles ?

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

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

l'évolution liée aux fondamentaux de celle purement spéculative.

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

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

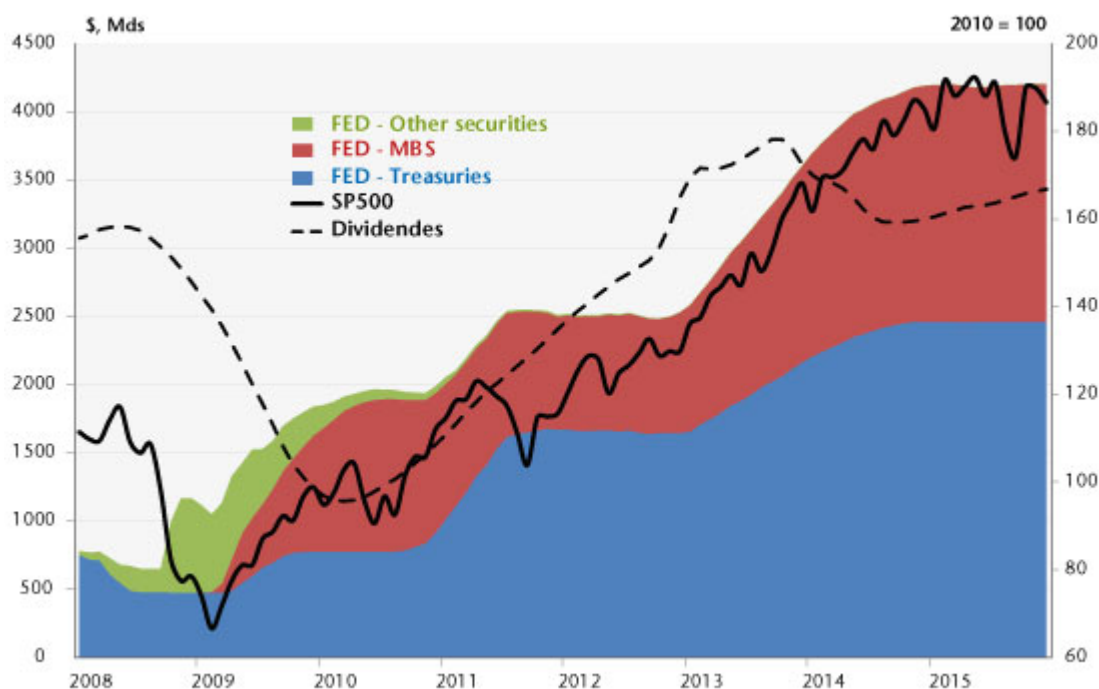
### ***Toute hausse du prix d'un actif n'est pas une bulle***

Par ailleurs, il faut s'assurer que la corrélation entre les achats d'actifs et leur prix n'est pas qu'un simple artefact statistique. La hausse observée des prix pourrait aussi traduire une évolution favorable des fondamentaux et donc s'expliquer par l'amélioration des perspectives de croissance aux Etats-Unis. Le modèle standard de détermination du prix des actifs financiers établit que son prix est égal à la valeur actualisée des flux de revenus (dividendes) anticipés. Bien que ce modèle repose sur de nombreuses hypothèses (plutôt restrictives), il permet néanmoins d'identifier un premier candidat, l'évolution des dividendes, pour expliquer l'évolution du prix des actions aux Etats-Unis depuis 2008. Le graphique 1 montre clairement une corrélation entre la série



des dividendes [2] versés et l'indice boursier S&P 500 entre avril 2010 et octobre 2013. Une partie de la hausse des actions s'explique donc tout simplement par la hausse des dividendes : le déterminant usuel des cours boursiers. Au regard de cet indicateur, seule la période qui commence au début de l'année 2014 pourrait alors indiquer une déconnexion entre les dividendes et le prix des actions et donc signaler éventuellement un sur-ajustement.

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



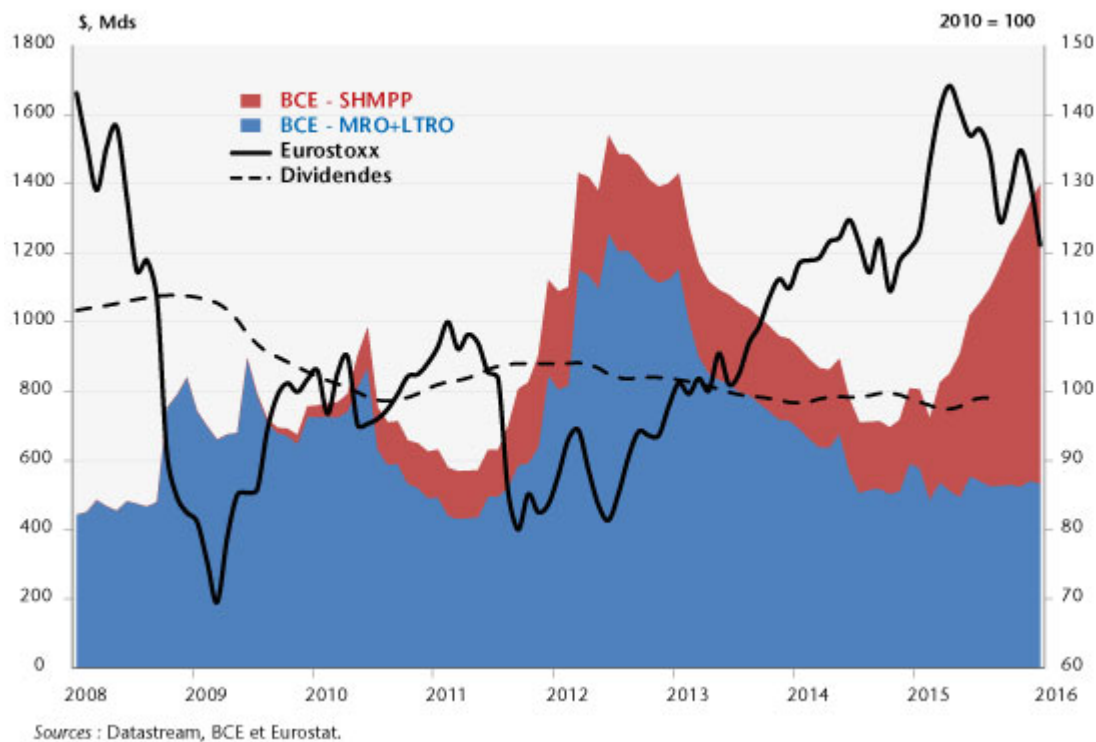
Sources : Datastream, Réserve fédérale et Bureau of Economic Analysis.

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

Si la théorie selon laquelle les politiques monétaires non-conventionnelles créent des bulles est vraie, elle devrait alors également s'observer dans la zone euro. Pourtant, le même graphique que celui effectué pour les États-Unis ne permet pas de valider le lien entre les liquidités offertes par la BCE et l'indice boursier Eurostoxx (graphique 2). La première phase d'augmentation de la taille du bilan de la BCE, via ses opérations de refinancement qui débutent en septembre 2008, intervient au moment de l'effondrement des bourses mondiales, à la suite de la faillite de la banque Lehman

Brothers. De même, les opérations de refinancement à très long terme proposées par la BCE en fin d'année 2011 ne semblent pas corrélées avec l'indice boursier. La remontée du prix des actions coïncide en fait avec l'annonce de Mario Draghi de juillet 2012 qui met un coup d'arrêt aux inquiétudes sur un éventuel éclatement de la zone euro. Il est certes toujours possible d'argumenter que la banque centrale a joué un rôle mais il n'en demeure pas moins que le lien entre liquidités et prix d'actifs disparaît. A la fin de l'année 2012, les banques remboursent leurs prêts à la BCE, ce qui diminue de fait les liquidités en circulation. Enfin, la période récente illustre à nouveau la fragilité de la thèse selon laquelle le QE créerait des bulles. C'est précisément au moment où la BCE met en œuvre un programme d'achat de titres d'envergure, semblable à celui de la Réserve fédérale, que l'on observe une chute des indices boursiers mondiaux et plus particulièrement l'Eurostoxx.

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



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

Pas nécessairement. Mais pour répondre à cette question, il

convient d'abord d'identifier précisément la part de la hausse qui est due aux fondamentaux (dividendes et perspectives des firmes pour les actions). Une bulle est généralement définie comme l'écart entre le prix constaté et une valeur dite fondamentale. Dans un document de travail à paraître, nous proposons d'identifier les périodes de sur- ou sous-évaluation de plusieurs prix d'actifs pour la zone euro et les Etats-Unis. Notre approche consiste à estimer différents modèles de prix d'actifs et d'en extraire une composante non expliquée par les fondamentaux qui est alors qualifiée de « bulle ». Nous montrons ensuite que pour la zone euro, la politique monétaire au sens large (conventionnelle et non-conventionnelle) de la BCE ne semble pas avoir d'effet significatif sur la composante « bulle » (non-expliquée par les fondamentaux) des prix d'actifs. Les résultats sont plus probants pour les Etats-Unis et suggèrent que le QE pourrait avoir un effet significatif sur la composante « bulle » de certains prix d'actifs.

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

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

[\[2\]](#) La série des dividendes versés présente une forte

saisonnalité et a donc été lissée par une moyenne mobile sur 12 mois.

---

## Toujours plus négatif ?

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

A la suite du dernier Conseil des gouverneurs qui s'est tenu le jeudi 22 octobre, la Banque centrale européenne (BCE) a laissé ses taux directeurs inchangés, mais Mario Draghi a laissé entendre lors de la [conférence de presse](#) qui a suivi que de nouveaux développements dans la politique monétaire de la zone euro pourraient être apportés lors de la prochaine réunion du 3 décembre.

L'évaluation de la conjoncture faite par la BCE est claire, autant du côté de la croissance : « *Les risques pour les perspectives de croissance de la zone euro demeurent orientés à la baisse, traduisant notamment les incertitudes accrues entourant les évolutions dans les économies de marché émergentes* » que de l'inflation: « *Des risques découlant des perspectives économiques ainsi que des évolutions sur les marchés financiers et des matières premières pourraient toutefois ralentir davantage encore la hausse progressive des taux d'inflation vers des niveaux plus proches de 2 %* ». Ce diagnostic montre donc qu'étant donné l'orientation actuelle de la politique monétaire, la BCE ne semble pas en mesure d'atteindre son objectif principal, à savoir une inflation proche de 2 % à moyen terme.

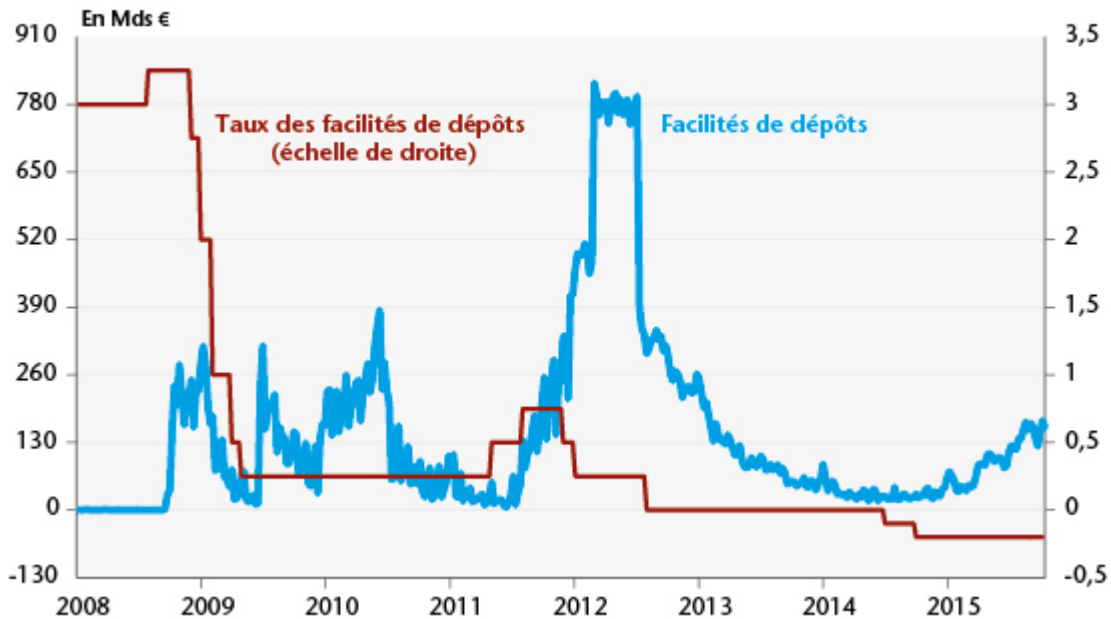
Sur cette base, Mario Draghi a annoncé qu' « *il y avait eu une discussion très riche sur tous les instruments monétaires qui pourraient être utilisés (...) et la conclusion était : nous sommes prêts à agir si nécessaire* », et que la BCE n'était pas

dans une situation de « *wait and see* » (attendre et voir), mais de « *work and assess* » (travailler et évaluer). De telles déclarations laissent penser que la BCE annoncera de nouvelles mesures pour atteindre son objectif. Se pose alors la question des instruments qui pourraient être utilisés. Si le programme de *Quantitative Easing (QE)* pourrait être étendu dans le temps, à différents actifs ou en montant, un autre outil semble aussi émerger.

Pour tenter de relancer le crédit et l'activité dans la zone euro, la BCE a essayé depuis le début de la crise d'inciter les banques commerciales à placer le moins de liquidités possibles à son propre bilan *via* les facilités de dépôts<sup>[1]</sup>, ce qui constitue le placement le plus sûr pour les banques commerciales. Cette raison a poussé la BCE, en juin 2014, à fixer un taux d'intérêt négatif pour les facilités de dépôts.

Si cette stratégie a semble-t-il fonctionné dans un premier temps, on observe depuis mars 2015 une nouvelle augmentation des montants placés par les banques commerciales au titre des facilités de dépôts (graphique 1). Ainsi, la semaine du 27 février 2015, 37 milliards d'euros étaient placés en facilité de dépôts, ce montant grimpe à environ 160 milliards d'euros la semaine du 16 octobre 2015.

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



Sources : BCE.

Sans atteindre les records passés (800 milliards d'euros en 2012), cela indique très certainement qu'une partie des injections massives de liquidité dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de la BCE (60 milliards par mois depuis mars 2015) demeure inemployée et retourne même au bilan de la BCE. Les banques commerciales continuent de rechercher des placements sans risque, même à des rendements négatifs. Ainsi, les facilités de dépôts de la BCE représentent un placement sûr au même titre par exemple que les bons du Trésor français qui s'échangent à des taux d'intérêts négatifs jusqu'à [l'échéance de 2 ans](#).

Dès lors, parmi les nouvelles mesures qui seront très certainement annoncées le 3 décembre prochain existe la possibilité de diminuer encore les taux négatifs sur les facilités de dépôts. Ainsi, une nouvelle baisse des taux sur les facilités de dépôts devrait augmenter l'incitation des banques à trouver des formes alternatives et plus rémunératrices de placement de leurs liquidités excédentaires. De là à stimuler le crédit, le chemin restera cependant encore assez long. Mais cette incitation ne sera efficace qu'à condition que les opportunités de prêts apparaissent moins

risquées pour les banques commerciales, ce qui passe par un retour de la croissance européenne. A défaut, les [limites](#) de l'efficacité de la politique monétaire apparaîtront de plus en plus flagrantes.

---

[\[1\]](#) Dispositif par lequel les banques commerciales peuvent laisser des liquidités en dépôt auprès de la BCE pour une durée de 24 heures.

---

## **Les effets redistributifs du QE de la BCE**

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

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

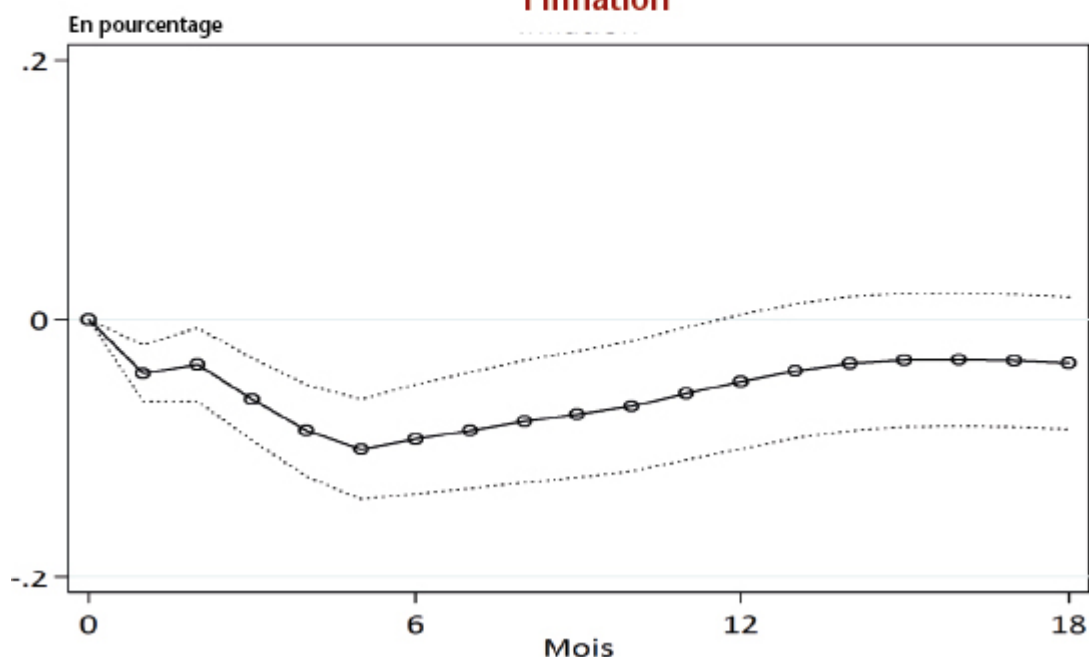
Dans un document préparé pour le Parlement européen, [Blot et al. \(2015\)](#) rappellent que deux conclusions opposées se dégagent de la littérature empirique. Aux Etats-Unis, la baisse des taux directeurs par la Fed y réduirait les

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

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

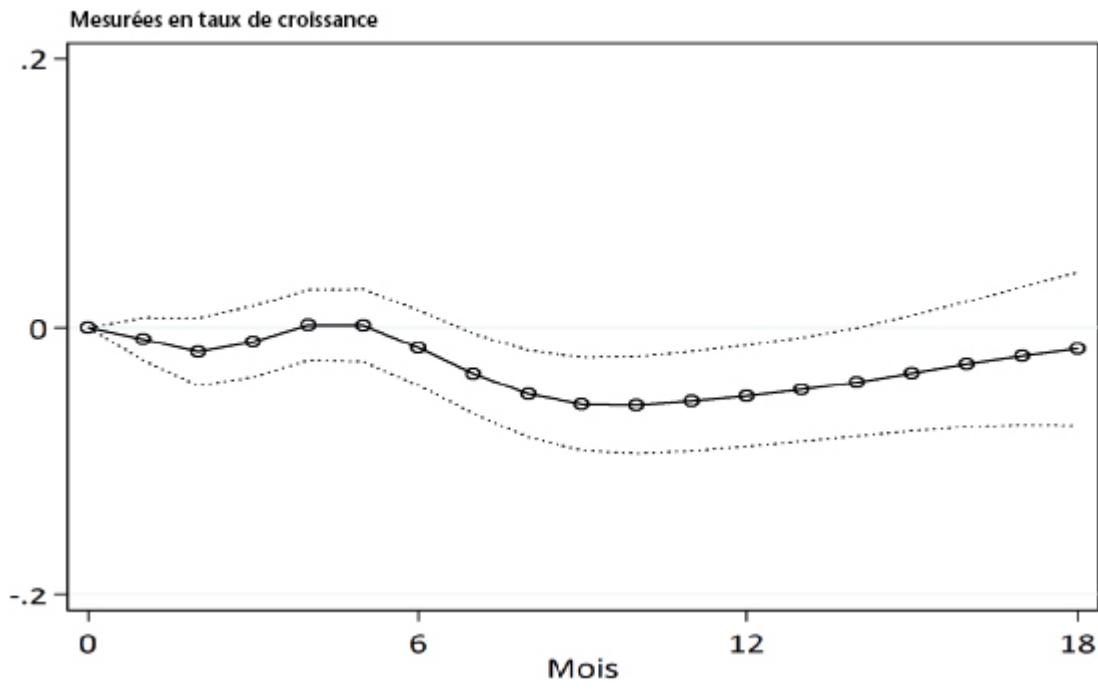
**Graphiques. Les effets d'un choc restrictif de politique monétaire (hausse de 0,2 point de pourcentage du taux d'intérêt implicite) dans la zone euro sur...**

**l'inflation**

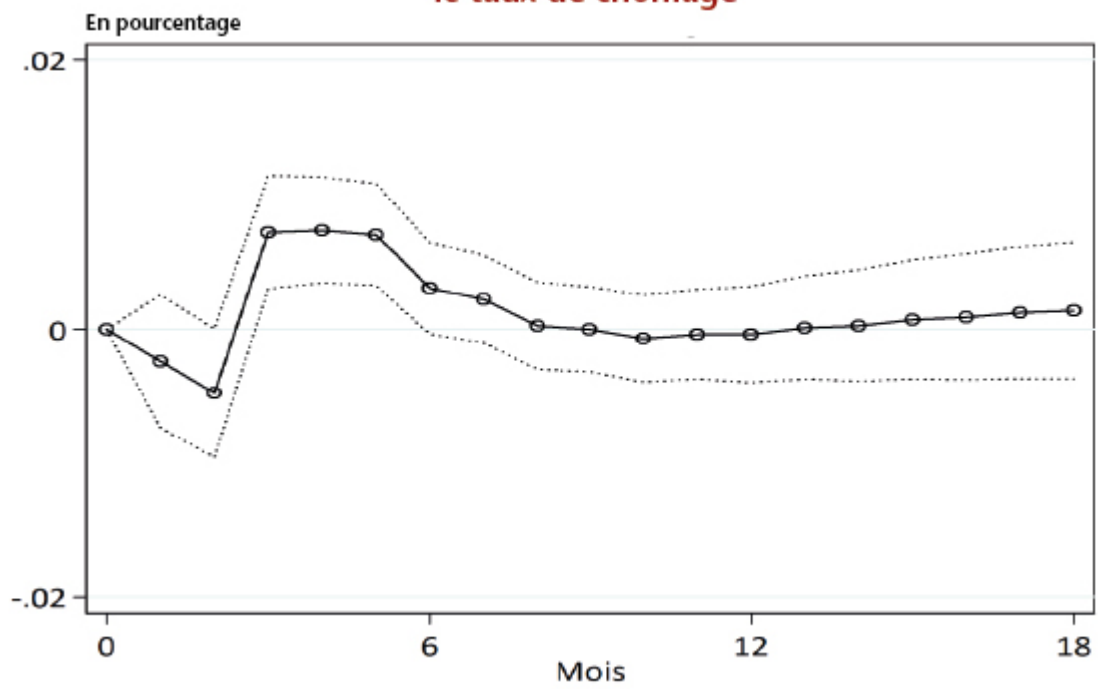




## les heures travaillées



## le taux de chômage



Source: Calculs des auteurs.

# La BCE, ou comment devenir moins conventionnel

par [Jérôme Creel](#) et [Paul Hubert](#)

La situation économique morose de la zone euro, avec ses risques de déflation, amène les membres de la Banque centrale européenne (BCE) à réfléchir à de nouveaux assouplissements monétaires quantitatifs, comme en attestent les [récentes déclarations des banquiers centraux allemand, slovaque et européen](#). De quoi pourrait-il s'agir et ces mesures pourraient-elles être efficaces pour relancer l'économie de la zone euro ?

Les assouplissements quantitatifs, bien souvent qualifiés de QE (pour *Quantitative Easing*), regroupent plusieurs types différents de politique monétaire non-conventionnelle. Pour les définir, il convient de commencer par caractériser la politique monétaire conventionnelle.

La politique monétaire *conventionnelle* consiste à modifier le taux d'intérêt directeur (celui des opérations dites de refinancement à moyen terme) par des opérations dites d'*open-market* pour influencer les conditions de financement. Ces opérations peuvent modifier la taille du bilan de la banque centrale, notamment par le biais de la création monétaire. Il y a donc là un écueil dans la distinction entre politiques conventionnelle et non-conventionnelle : l'augmentation de la taille du bilan de la banque centrale ne suffit pas pour caractériser une politique non conventionnelle.

*A contrario*, une politique d'assouplissement quantitatif, non-conventionnelle, donne lieu *stricto sensu* à une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale, mais sans création monétaire immédiate supplémentaire : le supplément de liquidités fourni par la banque centrale aux banques

commerciales sert à augmenter les réserves de celles-ci auprès de la banque centrale, à charge pour elles d'utiliser *in fine* ces réserves à l'acquisition ultérieure de titres ou à l'octroi de crédits. Ces réserves, qui sont des actifs sûrs des banques commerciales, permettent d'assainir leurs propres bilans : la proportion d'actifs risqués diminue, celle des actifs sûrs augmente.

Un autre type de politique monétaire non-conventionnelle, l'assouplissement qualitatif (ou *Qualitative Easing*), consiste à modifier la structure du bilan de la banque centrale, généralement côté actif, mais sans modifier la taille du bilan. Il peut s'agir pour la banque centrale d'acquérir des titres plus risqués (non triple A) au détriment de titres moins risqués (triple A). Ce faisant, la banque centrale atténue la part de risque au bilan des banques auprès desquelles elle a acquis ces titres risqués.

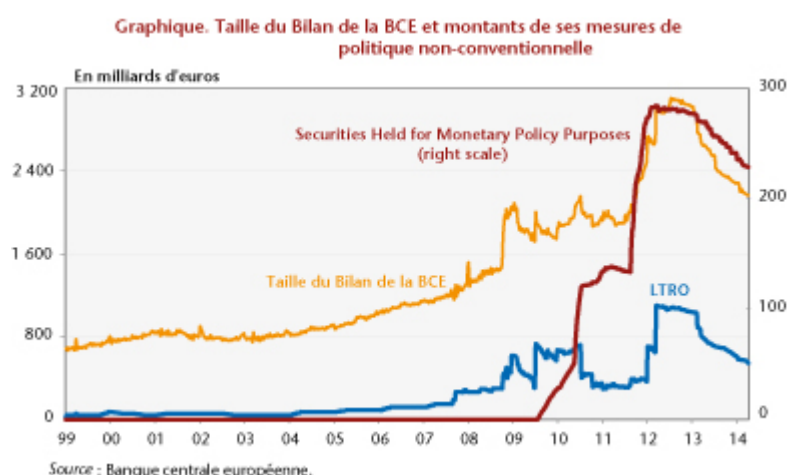
Un dernier type de politique monétaire non-conventionnelle consiste à mener à la fois une politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif : c'est l'assouplissement du crédit (ou *Credit Easing*). La taille du bilan de la banque centrale et le risque induit augmentent de concert.

Parmi les politiques monétaires non-conventionnelles attribuées à la BCE, on cite souvent les opérations d'octroi de liquidités à long terme (3 ans) et à taux d'intérêt bas, entreprises en novembre 2011 et février 2012 et qualifiées d'opérations VLTR0 (*Very long term refinancing operation*). S'agissait-il effectivement d'opérations non-conventionnelles de grande ampleur ? D'une part, ces opérations n'ont pas porté sur des montants de 1 000 milliards d'euros, mais sur des montants nets plus proches de 500 milliards d'euros, ce qui n'est pas négligeable, après corrections des remboursements des banques auprès de la BCE. D'autre part, les opérations de LTR0 font partie de l'arsenal conventionnel de politique de la BCE. Enfin, ces opérations auraient été en partie stérilisées : les crédits octroyés par la BCE aux banques

commerciales auraient été compensés par des ventes de titres par la BCE, modifiant ainsi la structure de l'actif de la BCE. On peut donc conclure que les opérations de VLTRO ont été, pour partie, « conventionnelles » et, pour partie, « non-conventionnelles ».

Il en va différemment du mécanisme de Securities Market Programme qui a consisté, de la part de la BCE, à acquérir sur les marchés secondaires des titres de dette publique pendant la crise des dettes souveraines. Ce mécanisme a conduit à augmenter la taille du bilan de la BCE, mais aussi le risque induit : cette politique d'assouplissement du crédit a bel et bien été une politique non-conventionnelle.

Compte tenu des différentes définitions existantes à propos de ces politiques non-conventionnelles, il est utile de rappeler que la BCE communique expressément sur les montants qu'elle a consentis dans le cadre qu'elle a défini comme étant caractéristique de ses politiques non-conventionnelles (*Securities held for monetary policy purposes*). Ces montants sont représentés dans le graphique ci-après. Ils témoignent de la fréquence et de l'ampleur des activités monétaires que la BCE définit donc elle-même de non-conventionnelles.



Les 3 différentes mesures représentées sur ce graphique (taille du bilan de la BCE, montant des LTRO et montant des *Securities held for monetary policy purposes*) sont exprimées en milliards d'euros. Les deux premières ont connu une hausse

au 4<sup>e</sup> trimestre 2008 après la faillite de Lehman Brothers tandis que la troisième mesure de politique non-conventionnelle n'a commencé qu'en juin 2009. On remarque ensuite une nouvelle vague conjointe d'approfondissement de ces mesures lors de la fin d'année 2011. A la suite de cet épisode, le montant des opérations de LTR0 était égal à 1 090 milliards d'euros et représentait environ 10 % du PIB de la zone euro (9 400 Mds€), soit un tiers environ du bilan de la BCE, tandis que le montant des *Securities held for monetary policy purposes* n'était que de 280 milliards d'euros, soit 3 % du PIB de la zone euro, et environ 4 fois moins que les opérations de LTR0. Il est intéressant de noter que la politique monétaire de la BCE, qui dépend de la demande de liquidités des banques, s'est modifiée en 2013. On peut interpréter la réduction de la taille du bilan comme le signe d'une politique moins expansionniste ou comme une baisse de la demande de liquidités en provenance des banques. Dans le premier cas, il s'avèrerait que cette stratégie de sortie des politiques d'assouplissement monétaire était sans doute trop précoce au regard de la conjoncture européenne, d'où le recours évoqué récemment à de nouvelles mesures non-conventionnelles.

Jusqu'à-là, ces mesures ont été introduites officiellement afin de restaurer les canaux de transmission de la politique monétaire de la BCE à l'économie réelle, canaux qui dans certains pays de la zone euro ont été brouillés par la crise financière et de la zone euro. Le moyen de restaurer ces canaux a consisté à injecter des liquidités dans l'économie et à augmenter les réserves du secteur bancaire afin d'inciter les banques à accorder à nouveau des prêts. Un autre objectif de ces politiques est d'envoyer un signal aux investisseurs sur la capacité de la banque centrale à assurer la stabilité et la pérennité de la zone euro, matérialisé par le célèbre « [\*whatever it takes\*](#) »<sup>[1]</sup> prononcé par Mario Draghi le 26 juillet 2012.

Dans un récent [document de travail](#) avec Mathilde Viennot, nous nous penchons sur l'efficacité des politiques conventionnelles et non-conventionnelles pendant la crise financière. Nous estimons les effets de l'instrument conventionnel et des achats de titres dans le cadre des politiques non-conventionnelles de la BCE (*Securities held for monetary policy purposes*) sur les taux d'intérêt et volumes de nouveaux crédits consentis sur différents marchés : prêts aux entreprises non-financières, aux ménages, marché des dettes souveraines, marché monétaire et celui des dépôts.

Nous montrons que les politiques non-conventionnelles ont permis de réduire les taux d'intérêt sur le marché monétaire, celui des titres souverains et des prêts aux entreprises non-financières. Ces politiques n'ont cependant pas eu d'effets sur les volumes de prêts accordés. Dans le même temps, il s'avère que l'instrument conventionnel, dont l'inefficacité a été l'une des justifications à la mise en place des mesures non-conventionnelles, a eu l'effet attendu sur quasiment tous les marchés étudiés, et d'autant plus dans les pays du Sud de la zone euro que dans ceux du Nord sur le marché des titres souverains à 6 mois et des prêts immobiliers aux ménages.

Il semble donc que les politiques non-conventionnelles ont eu des effets directs sur le marché des titres souverains et des effets indirects, en permettant de restaurer l'efficacité de l'instrument conventionnel sur les autres marchés. Une des raisons permettant d'expliquer le faible impact des deux instruments sur les volumes de prêts accordés tient à la nécessité pour les banques commerciales [\[2\]](#) de se désendetter et de réduire la taille de leur bilan en ajustant leur portefeuille d'actifs pondérés des risques, ce qui les a poussées à accroître leurs réserves plutôt que d'assurer leur rôle d'intermédiation et à réclamer une rémunération relativement plus élevée pour chaque exposition consentie. Ces comportements, bien que légitimes, nuisent à la transmission de la politique monétaire : les taux baissent mais le crédit

ne repart pas. Il semble dès lors important que la politique monétaire ne repose pas exclusivement sur le secteur bancaire. Si une nouvelle vague d'opérations non-conventionnelles devait être entreprise, il faudrait qu'elle soit concentrée directement sur l'acquisition de titres souverains ou d'entreprises privées afin de contourner le secteur bancaire. Grâce à ce contournement, on assisterait certainement à des effets d'amplification de la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Et ce serait bienvenu pour échapper au risque de déflation dans la zone euro.[\[3\]](#)

---

[\[1\]](#) « La BCE mettra en œuvre *tout ce qu'il faudra* pour préserver l'euro. Et croyez-moi, ce sera suffisant. »

[\[2\]](#) Le raisonnement du désendettement s'applique aussi à leurs clients : les agents non-financiers.

[\[3\]](#) Voir le [post](#) de Christophe Blot et le récent [rapport du CAE](#) par Agnès Bénassy-Quéré, Pierre-Olivier Gourinchas, Philippe Martin et Guillaume Plantin sur ce sujet.