

3. Politiques monétaires : le début de la fin de l'assouplissement quantitatif ?

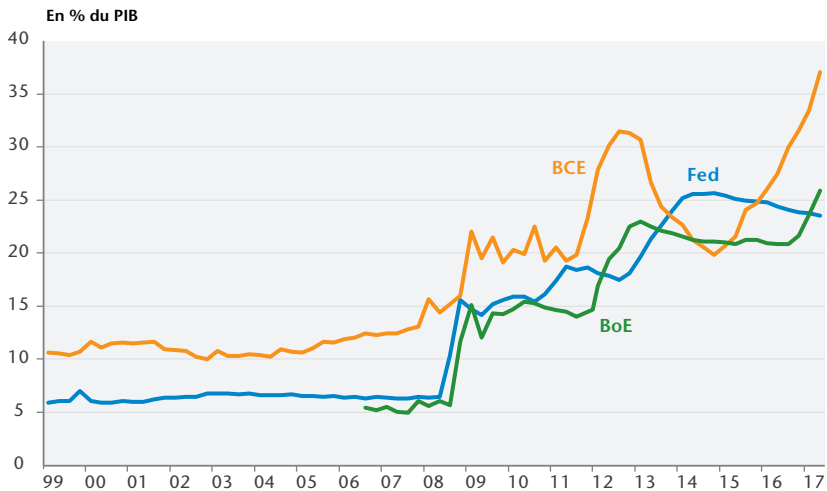
Announced lors de la réunion du 20 septembre 2017, la Réserve fédérale a amorcé à partir d'octobre la réduction de la taille de son bilan en mettant un terme à sa politique de réinvestissement. Après les deux hausses de taux décidées en 2017, cette décision confirme bien la volonté de normaliser la politique monétaire aux États-Unis. Dans la zone euro, l'accélération de la croissance pourrait pousser la BCE à suivre le chemin tracé par son homologue américain. Ce processus ne devrait cependant pas immédiatement se traduire par une baisse de la taille de bilan de la BCE mais plutôt par sa stabilisation. Du côté des taux d'intérêt directeurs en zone euro, ceux-ci n'augmenteraient pas dès la fin de la politique d'assouplissement quantitatif mais probablement au cours du deuxième semestre 2018. Ce faisant, la BCE devrait suivre une stratégie de normalisation assez proche de celle que la Réserve fédérale avait initié en décembre 2013 lorsqu'elle a commencé à réduire ses achats de titres. Au Royaume-Uni, la perspective du Brexit complique la tâche de la Banque d'Angleterre qui fait face à un dilemme. La dépréciation de la livre entraîne une augmentation de l'inflation dans un contexte marqué par le ralentissement de la croissance et une incertitude accrue sur l'issue des négociations. Dans l'hypothèse d'un effet relativement modéré du Brexit sur la croissance, la Banque d'Angleterre réagirait à la hausse de l'inflation et amorcerait à son tour la normalisation de la politique monétaire à un rythme proche de celui de la BCE. Bien que le cycle de normalisation des politiques monétaires ne soit pas synchronisé, les mouvements de taux de change devraient rester contenus. La politique monétaire américaine sera certes moins expansionniste que celle de la BCE mais c'était aussi le cas en 2016 et en début d'année 2017. Nous anticipons dès lors une stabilisation des taux de change à leur niveau de septembre 2017.

L'assouplissement quantitatif arrive à son terme...

En janvier 2014, la Réserve fédérale avait entamé la première étape du processus de normalisation de la politique monétaire en décidant de réduire progressivement ses achats nets de titres sur les marchés, ce qui a conduit à une stabilisation de son bilan à un niveau légèrement supérieur à 4 500 milliards de dollars à compter d'octobre 2014. Concrètement cela ne se traduisait pas par la fin des interventions de la banque centrale sur les marchés mais la poursuite d'achat d'obligations du Trésor et de titres garantis par actifs immobiliers (*MBS* pour *Mortgage-backed securities*) afin de compenser les titres de son bilan arrivant à échéance. C'est la fin de cette politique de réinvestissement que la Réserve fédérale a annoncé lors du conseil de politique monétaire de septembre 2017. La stratégie de réduction de la taille du bilan se fera également progressivement suivant des principes définis et annoncés en juin 2017. À compter d'octobre 2017, un encours mensuel de 6 milliards d'obligations et 4 milliards de *MBS* arrivant à échéance ne sera pas renouvelé. Cette limite sera ensuite augmentée par paliers respectifs de 6 et 4 milliards tous les 3 mois sans que la Réserve fédérale ne donne d'indications précises sur la taille qu'atteindra son bilan à l'issue de cette normalisation. Cette taille devrait notamment refléter la demande de réserves du système bancaire. Autrement dit, la Réserve fédérale ne considère pas nécessairement que l'ajustement prenne fin lorsque le bilan aura retrouvé son niveau d'avant-crise, soit un peu plus de 6 % du PIB contre 23,5 % actuellement (graphique 20). Dans sa communication de juin, le FOMC précise que « le niveau [du bilan] reflètera la demande de réserves du système bancaire et les décisions du Comité sur la façon de mettre en œuvre une politique monétaire plus efficace à l'avenir. ». Par ailleurs, Greenwood, Hanson et Stein (2016) ont récemment plaidé pour utiliser la taille du bilan de la Réserve fédérale comme outil de stabilisation financière reflétant un débat en cours sur la poursuite de l'utilisation de mesures dites non-conventionnelles même lorsque l'économie aura retrouvé un sentier de croissance et d'inflation conforme à ses objectifs.

À court terme, l'évolution du bilan de la Réserve fédérale se distinguera de celle de la BCE et de la banque d'Angleterre qui vont continuer à gonfler, accentuant la divergence de l'orientation des politiques monétaires. En effet, la BCE poursuivra ses achats

Graphique 20. Taille du bilan des banques centrales

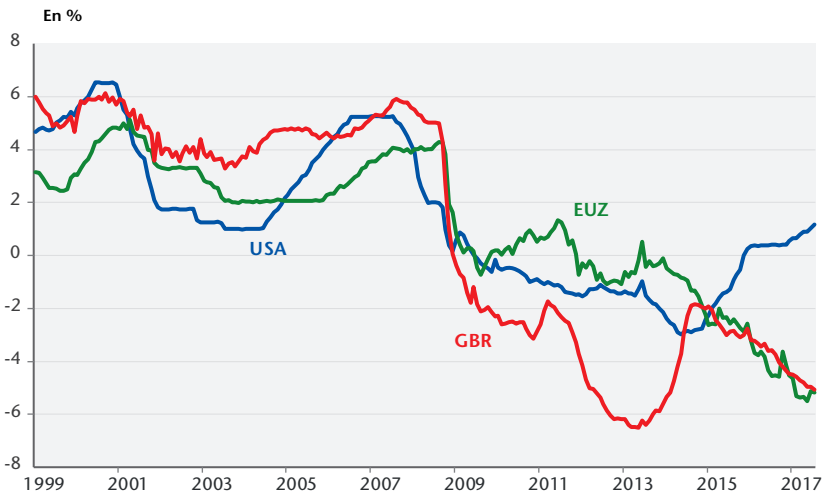


d'actifs à un rythme de 60 milliards d'euros par mois au moins jusqu'en décembre 2017, date envisagée pour la fin probable du programme d'achat d'actifs. Au-delà, se pose la question de la stratégie de normalisation de la politique monétaire dans la zone euro, Mario Draghi ayant jusqu'ici entretenu le mystère de ce qui sera mis en œuvre par la BCE à partir de janvier 2018. Nous anticipons que le rythme des achats devrait rapidement se réduire – à près de 10 milliards d'euros par mois –, ce qui stabiliserait la taille du bilan de la BCE à partir de l'été. Comme aux États-Unis, la deuxième étape du processus de normalisation devrait ensuite amener la BCE à augmenter ses taux directeurs à partir de la fin de l'année 2018 (voir supra). La réduction de la taille du bilan n'interviendrait que dans un troisième temps lorsque la BCE décidera de cesser de réinvestir le principal des actifs arrivant à échéance.

Au Royaume-Uni, si la Banque d'Angleterre a atteint son objectif d'achats de titres – 435 milliards de livres d'obligations du Trésor et 10 milliards d'obligations émises par les entreprises – son bilan augmente encore du fait des mesures destinées à améliorer la transmission de la politique monétaire aux ménages et aux entreprises. Dans la mesure où il n'est pas envisagé d'augmenter les plafonds de titres acquis par la Banque d'Angleterre, l'évolution du bilan dépendra uniquement de la demande de refinancement du système bancaire.

Il en résulte donc une divergence entre l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro ou au Royaume-Uni. Celle-ci se reflète dans les taux d'intérêt implicites (graphique 21) de politique monétaire¹³. Comme la Réserve fédérale a augmenté son taux directeur à 4 reprises depuis décembre 2015, la borne de taux zéro ne contraint plus la politique monétaire américaine. Son orientation est donc de nouveau captée par le taux des fonds fédéraux qui reflète l'équilibre sur le marché monétaire au jour le jour aux États-Unis. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, la poursuite de l'assouplissement quantitatif se traduit par des taux implicites de -5 %. Le retour en territoire positif ne devrait pas être observé en 2018 mais ces taux implicites se stabiliseraient dès lors que les banques centrales cessent d'intervenir sur les marchés d'actifs ou que la demande de réserves baissera au Royaume-Uni. L'écart entre ces taux cesserait cependant sans doute de se creuser au cours de l'année 2018. En effet, aux États-Unis, ce taux avait atteint un point bas à -3 % en mai 2014 et a commencé à diminuer régulièrement à partir de novembre 2014 lorsque la taille du bilan de la Réserve fédérale s'est stabilisée. Son retour en territoire positif coïncide ensuite par construction avec la remontée du taux des fonds fédéraux.

Graphique 21. *Shadow rate*



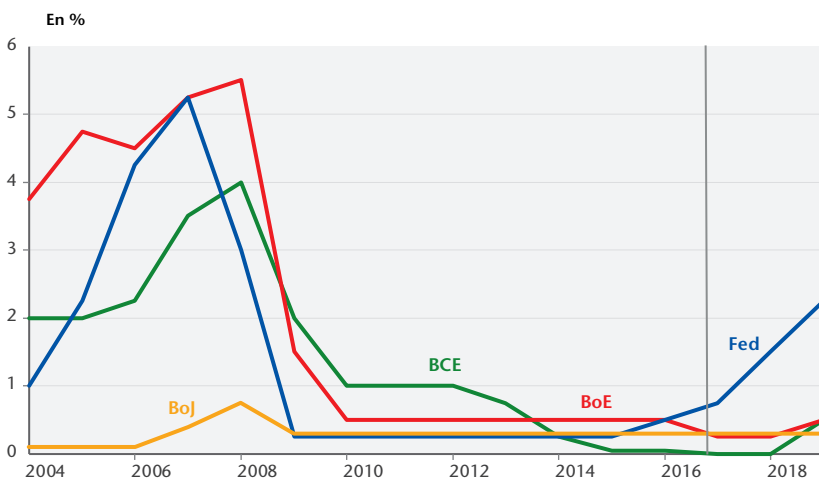
Sources : Réserve fédérale, BoE, BCE, Wu & Xia,
<https://sites.google.com/site/jingcynthiauw/home/wu-xia-shadow-rates>.

13. Le taux implicite (ou *shadow rate*) est une estimation d'un taux fictif qui reflète l'orientation de la politique monétaire en tenant compte des mesures non-conventionnelles prises par les banques centrales. Ce taux peut être négatif et constitue un indicateur de politique monétaire lorsque le taux directeur est contraint par la borne de taux zéro.

...mais les politiques monétaires restent accommodantes

La normalisation de la politique monétaire aux États-Unis se fait très progressivement. Le taux directeur n'a été augmenté qu'à quatre reprises entre décembre 2015 et décembre 2017. Comparativement, lors du précédent cycle de hausse de taux entre juin 2004 et juin 2006, la Réserve fédérale avait augmenté son taux directeur à 17 reprises. Ce resserrement très contrôlé de la politique monétaire traduit à la fois la fragilité de la reprise aux États-Unis, qui se caractérise toujours par un taux d'activité significativement inférieur à son niveau d'avant-crise et le fait que l'inflation ne converge que très lentement vers la cible de 2 %. Le déflateur de la consommation – indicateur ciblé par la Réserve fédérale – atteignait 1,6 % au deuxième trimestre 2017. Par conséquent, la banque centrale entend maintenir une orientation expansionniste de la politique monétaire. La normalisation se poursuivrait en 2018 et 2019 à un rythme assez proche de celui de 2017 puisque nous anticipons trois hausses de taux par an portant le taux directeur à 3 % en fin d'année 2019 (graphique 22). L'incertitude de ce scénario est en particulier liée à la décision qui sera prise par Donald Trump sur la présidence de la Réserve fédérale. Nous supposons ici que soit Janet Yellen sera reconduite soit qu'elle sera remplacée par une personnalité qui se montrera tout aussi prudente dans cette phase de normalisation de la politique monétaire.

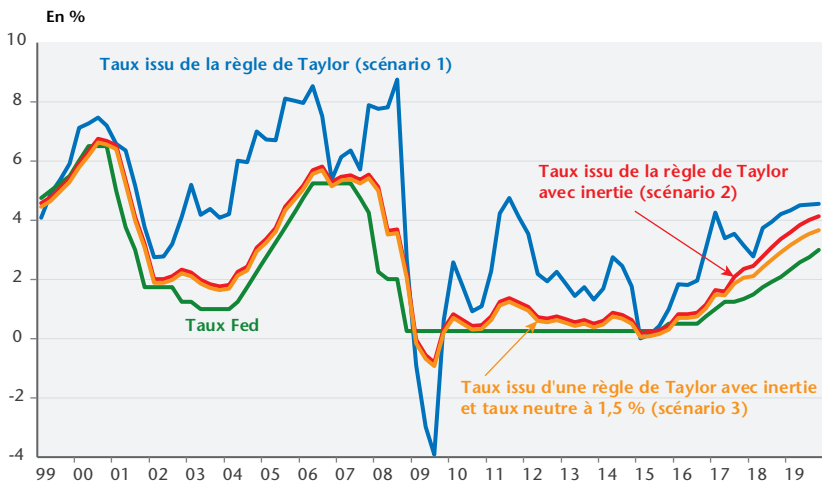
Graphique 22. Taux directeur des principales banques centrales



Sources : Réserve fédérale, BoE, BCE, Prévisions OFCE octobre 2017.

Ce niveau resterait d'ailleurs inférieur à celui issu d'une règle de Taylor (graphique 23). En considérant un taux neutre à 1,5 %, c'est-à-dire un niveau proche du taux de croissance potentielle aux États-Unis, le taux d'intérêt de la politique monétaire devrait tendre vers 3,5 % une fois que l'écart de croissance est refermé et que l'inflation retrouve sa cible. Ces conditions seront réunies en 2018 mais du fait de l'inertie de la règle, le taux de Taylor n'atteindrait ce niveau qu'en fin d'année 2019. En référence à ce qu'indique la règle de Taylor avec un taux neutre à 1,5 %, nous anticipons que la politique monétaire reste encore légèrement expansionniste. Par ailleurs, selon ce même indicateur mais en ajustant la valeur du taux neutre à l'anticipation de croissance potentielle effectuée par l'OCDE, le taux de Taylor pour la zone euro et le Royaume-Uni suggère une normalisation des taux d'intérêt qui aurait dû être mise en œuvre dès 2017 par la BCE et la Banque d'Angleterre (graphique 24). Fin 2018, le taux issu de la règle de Taylor s'élèvera à 1,9 et 3,9 % respectivement. Au Royaume-Uni, ce durcissement de la règle de politique monétaire traduit surtout l'accélération de l'inflation consécutive à la dépréciation de livre sterling. Néanmoins, la perspective du Brexit se traduit également par une incertitude macroéconomique plus élevée. Même si nous n'anticipons pas de récession au Royaume-Uni, l'économie ralentirait fortement passant de 1,8 % de croissance en 2016 à 1,5 % en 2017 puis 1 % en 2019. Dans la mesure où l'issue

Graphique 23. Taux issu d'une règle de Taylor pour les États-Unis

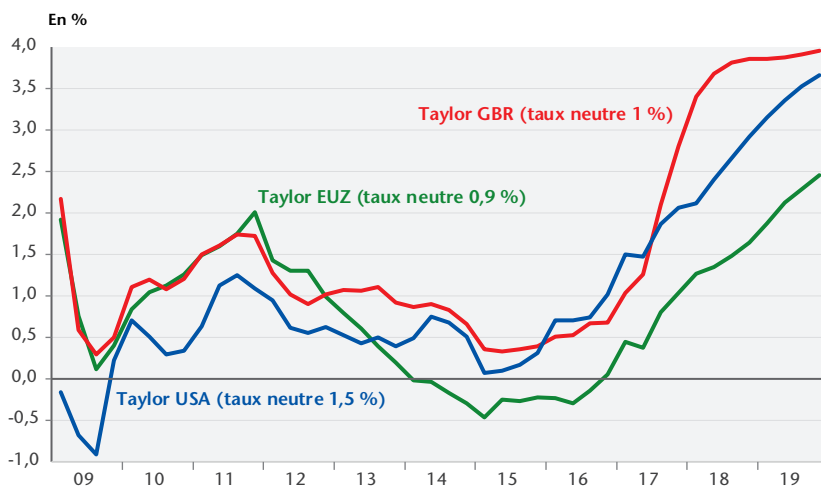


Note : la règle de Taylor est telle que ; $i_t = \rho \cdot i_{t-1} + (1 - \rho) \cdot (\bar{r} + \pi_t + \lambda_\pi \cdot (\pi_t - \bar{\pi}) + \lambda_{og} \cdot og_t)$ ou $\rho = 0,75$; $\bar{r} = 2\%$ ou $\bar{r} = 1,5\%$; $\bar{\pi} = 2\%$; $\lambda_\pi = \lambda_{og} = 0,5$.

Sources : Réserve Fédérale, Bureau of Economic Analysis, Prévisions OFCE octobre 2017.

des négociations sur le Brexit est incertaine, la Banque d'Angleterre restera relativement prudente à un cycle de resserrement durable. La normalisation ne débiterait qu'en fin d'année 2018 sous l'hypothèse d'une incertitude limitée sur les conséquences du Brexit pour l'économie britannique. Le taux directeur serait alors très progressivement relevé pour être porté à 1 % fin 2019, ce qui constituerait davantage le début d'une normalisation qu'un retour à une politique neutre. La Banque d'Angleterre continuerait d'accepter une inflation supérieure à 2 % (2,4 % fin 2019 dans notre prévision, soit à l'intérieur de la fourchette haute de 3 % de la cible de la politique monétaire), tant que la croissance reste modérée.

Graphique 24. Taux issu d'une règle de Taylor pour les États-Unis, la zone euro et le Royaume-Uni



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 $\rho = 0,75$; $\bar{r}_{USA} = 1,5 \%$, $\bar{r}_{EUZ} = 0,9 \%$ et $\bar{r}_{GBR} = 1 \%$; $\bar{\pi} = 2 \%$; $\lambda_{\pi} = \lambda_{og} = 0,5 \%$.

Sources : Réserve Fédérale, BCE, BoE, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Office of National Statistics Prévisions OFCE octobre 2017.

Du côté de la BCE, les meilleures perspectives de croissance (2,1 % en 2017 puis 1,7 % et 1,6 % en 2018 et 2019) et l'accélération de l'inflation qui atteindrait 1,8 % en 2019 inciteront la banque centrale à renouer avec la politique de taux d'intérêt. Avec une telle inflation, la BCE pourrait alors considérer qu'elle satisfait sa cible d'inflation définie comme « proche mais inférieure à 2 % ». Par ailleurs, la BCE – sans doute comme la Banque d'Angleterre – souhaitera se redonner des marges de manœuvre futures en cas de

chocs négatifs. En effet, si un choc récessif devait aujourd'hui affecter la zone euro, la BCE disposerait de peu de levier d'action pour mener une politique monétaire expansionniste. Le contexte macroéconomique européen mais aussi mondial plus favorable devrait donc inciter les banques centrales à normaliser leur politique monétaire et monter les taux directeurs afin de mener des actions contra-cycliques si nécessaire. Cet argument plaide aussi pour une normalisation qui pourrait s'effectuer moins lentement qu'aux États-Unis. Nous anticipons dès lors une première hausse des taux en zone euro en fin d'année 2018 puis trois nouvelles hausses en 2019, ce qui porterait le taux directeur à 1 % en fin 2019. En supposant un écart stable entre le taux des opérations principales de refinancement – aujourd'hui à 0 % – et le taux des facilités de dépôts – qui s'établit à -0,4 % – la sortie de la politique de taux d'intérêt négatif se ferait également en 2019. Deux éléments justifient néanmoins des hausses limitées des taux d'intérêt. D'une part, l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans ne semble pas accélérer (voir graphique 19) reflétant une perte relative d'ancrage des anticipations de long terme. D'autre part, la BCE, comme la Réserve fédérale l'a fait depuis 2014, devrait être soucieuse de communication et guider les anticipations de marché afin d'éviter une trop forte volatilité et de limiter le risque d'un durcissement trop rapide et soudain des conditions de financement.

À court terme, l'orientation de la politique monétaire deviendra moins expansionniste aux États-Unis que dans la zone euro, ce qui devrait se refléter par la poursuite de la hausse du taux directeur de la Réserve fédérale et par la baisse pendant encore quelques mois du taux implicite en zone euro. L'écart se stabiliserait toutefois en début d'année 2018. Nous anticipons alors une stabilité du taux de change euro-dollar au taux de 1,2 dollar pour un euro. Si l'orientation de la politique monétaire plaide largement pour la poursuite de la dépréciation de la monnaie européenne, l'excédent courant et les meilleures perspectives de croissance sont des facteurs plutôt favorables à une appréciation de l'euro. Nous supposons par conséquent que ces deux forces opposées se neutraliseront.