

5. Politique monétaire : les banques centrales face à l'absence d'inflation

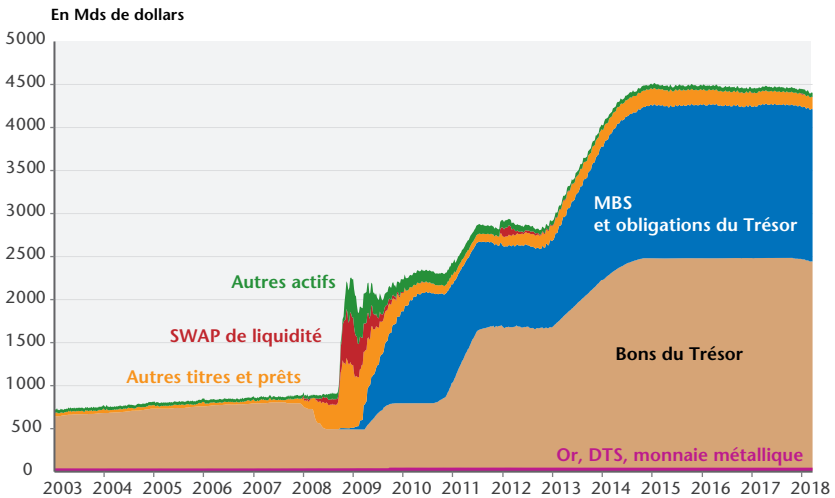
L' accélération de la croissance en zone euro et aux États-Unis en 2017 a confirmé le scénario envisagé par les banques centrales depuis de nombreux mois. La normalisation de la politique monétaire devrait donc se poursuivre. Le stimulus monétaire resterait toutefois bien plus prononcé en zone euro, la normalisation étant déjà amorcée du côté de la Réserve fédérale, qui a commencé à réduire la taille de son bilan depuis octobre 2017. Du côté de la BCE, les achats nets de titres se poursuivront jusqu'en octobre 2018³⁴. Cependant, l'absence de tensions inflationnistes n'incite pas à un durcissement ou une normalisation trop rapide des politiques monétaires. Si l'inflation aux États-Unis est revenue au-dessus de la cible de 2 %, il n'y a aucun signe d'un emballement des prix, ce qui devrait conforter la stratégie de resserrement progressif de la politique monétaire américaine en 2018 et 2019. Dans la zone euro, l'accélération de la croissance et la baisse concomitante du chômage s'accompagnent d'un retour très lent de l'inflation vers 2 %. La BCE devrait donc mettre un terme à son programme d'assouplissement quantitatif mais elle se montrera encore prudente concernant l'augmentation des taux directeurs. La Banque d'Angleterre est quant à elle confrontée à un arbitrage opposé puisque la dépréciation de la livre en 2016 a provoqué une accélération de l'inflation, qui a contribué à freiner la consommation des ménages et la croissance britannique, dans un contexte d'incertitudes accrues par la perspective du Brexit. La hausse du taux directeur décidée en novembre dernier a ramené le taux à son niveau de juillet 2016 (0,5 %), et signale un début de normalisation qui sera progressive puisque la hausse suivante n'interviendrait qu'en fin d'année 2018.

34. Voir Blot et Hubert (2017) : « [Quels effets attendre de la réduction du bilan des banques centrales ?](#) ».

États-Unis : poursuite de la normalisation

La nomination d'un nouveau gouverneur à la tête de la Réserve fédérale le 5 février 2018 ne semble pas se traduire par un changement de cap de l'orientation de la politique monétaire aux États-Unis. Dès sa première réunion à la tête du FOMC, les 20 et 21 mars, Jerome Powell a annoncé une augmentation d'un quart de point de la cible de taux de politique monétaire, qui évoluera désormais dans la fourchette de 1,50 % à 1,75 %. Le communiqué diffusé à l'issue de la réunion souligne l'amélioration des perspectives de croissance et une hausse de l'inflation qui se maintiendrait au-dessus de 2 % en 2018 et 2019 (2,1 % en moyenne annuelle dans notre scénario). Cette décision était largement anticipée et s'inscrit dans la stratégie de normalisation de la politique monétaire américaine qui a débuté en 2014 et s'est poursuivie récemment par la fin de la politique de rachat de titres arrivant à maturité, entraînant une réduction du bilan de la Réserve fédérale de 70 milliards de dollars (graphique 35).

Graphique 35. Taille du bilan de la Réserve fédérale

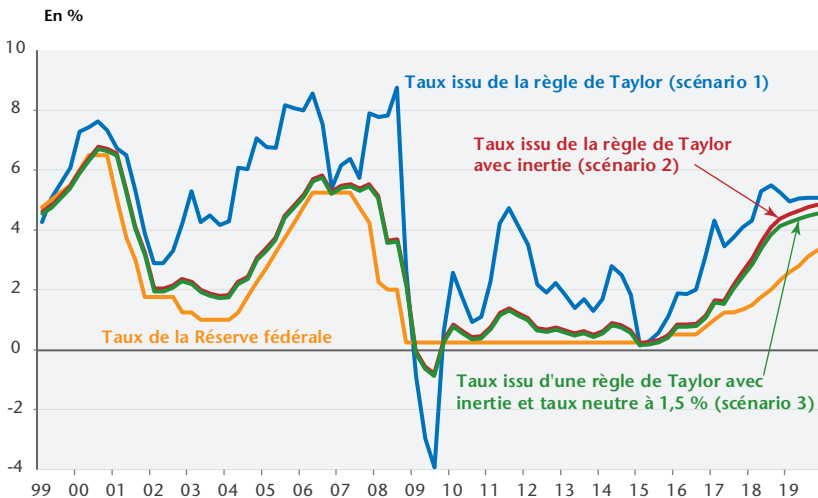


Source : Réserve fédérale.

La hausse des taux directeurs se poursuivrait en 2018 dans une conjoncture macroéconomique favorable. Le stimulus budgétaire porterait la croissance américaine à 2,9 % en 2018 selon nos anticipations et à 2,7 % en 2019. Le chômage se stabiliserait à 3,2 % en 2019, soit un niveau bien plus bas que lors des précédents creux observés en 2000 et 2006 où le taux de chômage s'élevait à 3,9 % et

4,5 % respectivement³⁵. Or, lors de ces deux pics d'activité, le taux d'intérêt directeur de la banque centrale avait atteint 6,5 % et 5,25 % respectivement. Néanmoins, l'évolution d'autres indicateurs sur le marché du travail – taux d'emploi et taux d'activité – conduisent à nuancer le diagnostic d'une situation économique qui aurait été définitivement rétablie dix ans après le début de la Grande Récession. Le taux d'emploi et le taux d'activité restent en effet inférieurs aux niveaux observés lors du pic de la fin des années 2000, ce qui pourrait contribuer à expliquer l'absence de tensions inflationnistes aux États-Unis malgré un taux de chômage aussi bas. Dans ces conditions et étant donné le double mandat de stabilité des prix et d'emploi assigné à la Réserve fédérale, celle-ci privilégierait toujours une remontée progressive des taux d'intérêt et un rythme de resserrement plus lent que lors des précédentes phases de haut de cycle conjoncturel. Le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion du 21 mars 2018 indique en effet que la banque centrale sera attentive à l'évolution de l'inflation et des anticipations de l'inflation pour déterminer l'orientation de la politique monétaire mais que le taux directeur devrait rester inférieur à sa cible de long terme pendant une période prolongée.

Graphique 36. Taux d'intérêt issus d'une règle de Taylor pour les États-Unis



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

Sources : Réserve fédérale, Bureau of Economic Analysis, Prévision OFCE avril 2018.

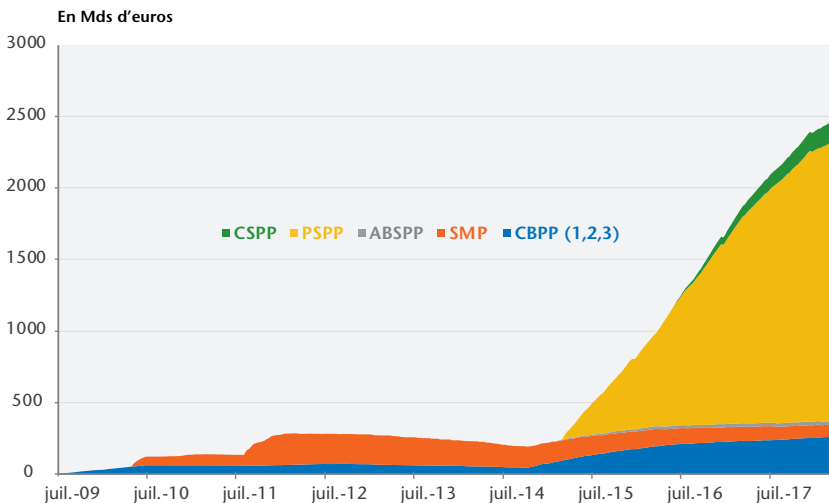
35. Il faut en fait remonter à 1960 pour retrouver un taux de chômage aussi faible, où, au plus bas, le taux de chômage était de 3,4 %.

Nous prévoyons trois nouvelles hausses en 2018 et quatre en 2019. Le taux directeur s'élèverait à 3,5 % en fin d'année 2019. Dans ce scénario la politique monétaire resterait expansionniste à l'aune d'un taux de référence issu d'une règle de Taylor (graphique 36) calculée sous différentes hypothèses. En effet, sous l'hypothèse d'un taux d'intérêt neutre autour de 1,7 % – ce qui correspond à l'estimation actuelle du taux de croissance du PIB potentiel – le taux issu de la règle de Taylor serait de 4,1 % en fin d'année 2018 et 4,5 % en fin d'année 2019 selon nos hypothèses d'évolution de l'écart de croissance (1,8 % fin 2019) et d'inflation (2,1 % fin 2019). Sous l'hypothèse d'un taux neutre à 2 %, le taux de Taylor terminerait à un niveau plus élevé – 5,1 % ou 4,9 % – en fin d'année 2019 selon que la règle tient compte ou non d'un degré d'inertie.

BCE : quelle politique monétaire en 2019 ?

Comme annoncé en fin d'année dernière, la BCE a ralenti ses achats nets de titres depuis janvier 2018. Ceux-ci passent ainsi de 60 à 30 milliards d'euros par mois (graphique 37). Le programme d'achats de titres (EAPP pour Expanded Asset Purchase Programme) prendra vraisemblablement fin en septembre. Pour autant, la BCE continuera à acheter des titres et stabilisera la taille de son bilan – en valeur nominale – pendant une période « prolongée ». La séquence de normalisation de

Graphique 37. Les achats de titres de la BCE



Source : BCE.

la politique monétaire en zone euro serait similaire à celle mise en œuvre par la Réserve fédérale consistant d'abord à réduire les achats nets de titres, puis à augmenter les taux directeurs avant d'amorcer dans une dernière étape la réduction de la taille du bilan. Cette dernière étape ne débiterait pas avant 2020.

Étant donné les perspectives de croissance en zone euro pour 2018 et 2019, il est peu probable que le programme d'assouplissement quantitatif soit prolongé. Les achats nets d'actifs cesseraient en septembre 2018. La BCE n'a cependant pas encore communiqué précisément sur la suite de la normalisation et notamment l'arrêt de la politique de réinvestissement du principal et des intérêts, c'est-à-dire sur la date à laquelle elle souhaite réduire la taille de son bilan. Cela se ferait bien au-delà de septembre 2018. À titre de comparaison, il s'est écoulé près de trois ans entre la fin des achats nets de titres par la Réserve fédérale et le début de la réduction du bilan. Nous supposons que la BCE ne devrait pas envisager cette option avant 2020. À l'horizon de la prévision, la question essentielle portera sur l'évolution des taux directeurs : date de première remontée des taux et nombre de hausses. En effet, avec une inflation qui se stabiliserait autour de 1,5 % en 2019, la BCE souhaitera conserver une politique monétaire expansionniste et pourrait même hésiter à remonter les taux tant que des signes plus tangibles d'accélération des prix ne se manifesteront pas. Selon les prévisions de la BCE annoncées le 8 mars 2018, l'inflation n'atteindrait pas la cible de 2 % d'ici 2020³⁶. Nous prévoyons une première hausse des taux au cours du premier semestre 2019 et une seconde en fin d'année, ce qui porterait le taux des opérations principales de refinancement à 0,5 %, permettant ainsi à la BCE de poursuivre la normalisation tout en conservant une orientation très expansionniste de la politique monétaire.

Néanmoins, le resserrement implicite de la politique monétaire pourrait se faire un peu plus tôt. Dans un contexte de liquidités excessives, le taux de référence pour la politique monétaire n'est plus le taux des opérations de refinancement mais le taux sur les facilités de dépôts. En effet, depuis mai 2009, les fluctuations de l'Eonia – le taux interbancaire au jour le jour – sont calées sur ce taux (graphique 38). Or, l'Eonia est le premier vecteur de transmission de la politique monétaire sur le coût de financement – à très court terme – des banques. La diffusion

36. Elle s'établirait à 1,7 % en 2020 après 1,4 % en 2018 et 2019.

des modifications de taux s'effectue ensuite sur l'ensemble des maturités du marché monétaire – du jour le jour à deux ans – et du marché obligataire. Les opérations d'achat de titres par la BCE se traduisent par un excès d'offre de liquidités, ce qui pousse le taux à très court terme – l'EONIA – vers un niveau plancher représenté par le taux sur les facilités de dépôts³⁷.

Avec la fin des achats de titres, prévue en fin d'année 2018, les apports de liquidités se réduiront mécaniquement, ce qui réduirait le montant de liquidités excessives et pourrait alors entraîner une hausse du taux Eonia indépendamment des décisions de la BCE sur sa politique de taux. Le taux Eonia pourrait à nouveau converger vers le taux des opérations principales de refinancement, c'est-à-dire 0 %, soit un resserrement implicite maximum de 0,4 point³⁸.

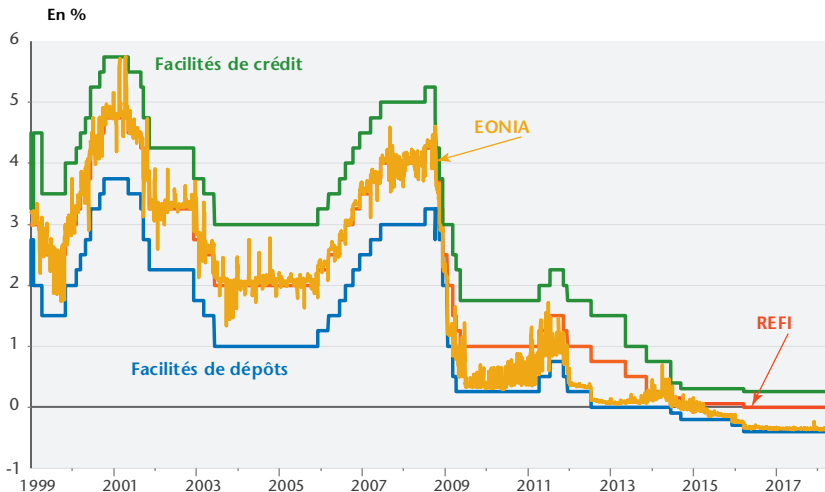
Au-delà de septembre, les fluctuations de l'Eonia seront guidées par les demandes de refinancement des banques. Tant que la BCE continuera à satisfaire l'ensemble des demandes de liquidités à taux fixe, la taille du bilan et donc le montant des liquidités excessives dépendra des besoins des banques formulées lors des opérations régulières d'octroi de liquidités (MRO et LTRO). À ce stade, la BCE n'a pas donné d'indications sur sa volonté de mettre un terme à une date donnée à cette politique dite FRFA (Fixed-Rate, Full Allotment) mise en œuvre depuis octobre 2008. Une fois prise la décision de revenir à une approche standard d'octroi de liquidités, le taux Eonia convergerait également sur le taux des opérations principales de refinancement. Par conséquent, la BCE pourrait implicitement procéder à un resserrement de sa politique monétaire sans annoncer de hausses des taux. L'orientation de la politique monétaire resterait expansionniste et permettrait de maintenir des conditions de financement très basses sur le marché interbancaire en 2018 et 2019. Par ailleurs, même sous l'hypothèse d'une hausse des taux directeurs dans la zone euro à partir de 2019, les conditions monétaires se resserreront moins rapidement qu'aux États-Unis. Dans ces conditions, toute chose égale par ailleurs, cet écart d'orientation de la politique monétaire aura une incidence sur le taux change euro-dollar. Nous supposons cependant que l'impact sera modéré et qu'il ne compensera pas l'effet lié aux soldes des balances

37. En effet, aucune banque commerciale n'est incitée à placer des liquidités à un taux inférieur au taux des facilités de dépôts de la BCE puisqu'elle peut toujours arbitrer et faire le choix de placer ses liquidités auprès de la BCE qui seront alors rémunérées à ce taux.

38. Pour rappel, le taux sur les facilités de dépôts est fixé à -0,4 % depuis mars 2016.

courantes, solde fortement excédentaire en zone euro et solde déficitaire aux États-Unis. Notre estimation du taux de change d'équilibre indique une valeur de 1,35 dollar pour un euro³⁹. En tenant compte des effets de la politique monétaire, nous supposons que l'euro s'apprécierait pour atteindre 1,3 dollar en début d'année 2019.

Graphique 38. Les taux directeurs de la BCE et l'Eonia



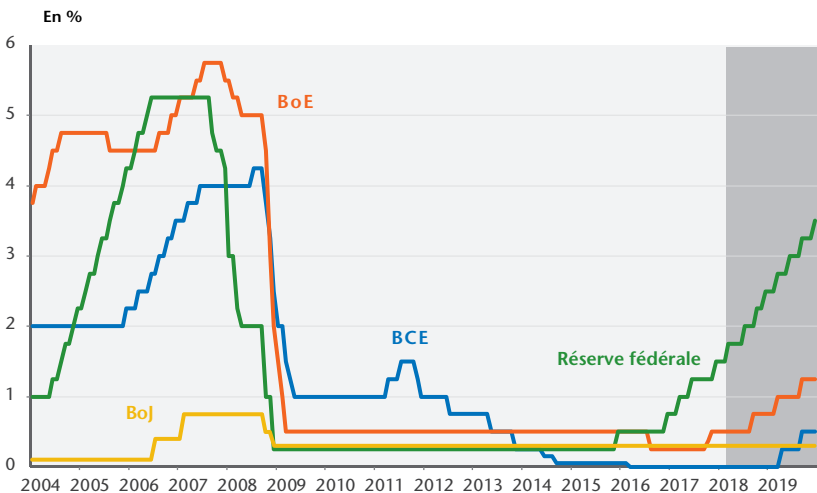
Source : BCE.

Pour la Banque d'Angleterre, la prudence reste également de mise. D'une part, l'inflation mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) reste supérieure à la cible de 2 % mais, après avoir accéléré jusqu'à 3,1 % en novembre dernier, elle est revenue à l'intérieur de la fourchette haute de 3 %, pour s'afficher à 2,7 % en février et, selon la Banque d'Angleterre, le pic d'inflation résultant de la dépréciation de la livre en 2016 serait désormais passé. D'autre part, un ralentissement de l'activité est en cours. Si l'objectif de la Banque d'Angleterre est prioritairement de maintenir l'inflation proche de la cible de 2 %, elle a cependant répété depuis l'été 2016 que les tensions inflationnistes devraient être temporaires tandis que le ralentissement économique pourrait être plus durable, dans un contexte d'incertitude accrue à la suite du vote britannique en faveur d'un « Brexit ». Ce diagnostic avait justifié la baisse du taux directeur de 0,25 point en août 2016, ainsi qu'une augmentation du dispositif d'achats de titres,

39. Voir la partie taux de change d'équilibre pour plus de détails.

destiné à rassurer les agents économiques et les marchés financiers sur le fait que la Banque d'Angleterre agirait pour soutenir l'activité. Depuis lors, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié le plafond d'achat de titres mais a ramené son taux directeur à 0,5 % en novembre 2017. La Banque d'Angleterre avait anticipé l'accélération de l'inflation, et la Banque a toujours indiqué qu'elle se tenait prête à durcir sa politique monétaire si les tensions inflationnistes s'amplifiaient plus que prévu. Lors de la réunion du 22 mars dernier, 7 des 9 membres du Comité de politique monétaire ont voté pour le maintien du taux directeur à 0,5 %, tandis que les 9 membres votaient pour laisser inchangé le plafond d'achats d'actifs. Le Comité de politique monétaire considérait alors qu'un resserrement progressif de la politique monétaire serait nécessaire d'ici 2020 pour assurer le retour progressif de l'inflation à 2 %, avec une croissance du PIB prévue à 1,5 % par an, dans le Rapport sur l'inflation de février 2018. Le Comité de politique monétaire envisage cependant un « resserrement limité et graduel ». C'est ce que nous avons inscrit dans notre scénario, avec une hausse du taux directeur de 0,25 point fin 2018, suivie de deux hausses en 2019, qui porteraient le taux à 1,25 % (graphique 39).

Graphique 39. Préviation des taux directeurs des banques centrales



Sources : Banques centrales, prévision OFCE avril 2018.