HAL
open science

Politiques monétaires : normalisation ou divergence ?

Céline Antonin, Christophe Blot, Christine Rifflart

To cite this version:

Céline Antonin, Christophe Blot, Christine Rifflart. Politiques monétaires : normalisation ou divergence ?. Revue de l'OFCE, 2014, pp.221-242. 10.3917/reof.135.0219 . hal-00994709

HAL Id: hal-00994709

https://sciencespo.hal.science/hal-00994709v1

Submitted on 21 May 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

POLITIQUES MONÉTAIRES : NORMALISATION OU DIVERGENCE ?

Département analyse et prévision, Céline Antonin, Christophe Blot et Christine Rifflart

Si les grandes banques centrales n'ont eu de cesse depuis 2008 de développer des outils non-conventionnels pour stimuler l'activité économique et soutenir les marchés financiers, la justification du maintien de ces politiques s'est émoussée dans le courant de l'année 2013. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, le taux de chômage a atteint le seuil que les banques centrales avaient défini pour justifier la poursuite de leurs achats de titres publics. Dans la zone euro, la normalisation du fonctionnement du marché interbancaire s'accompagne d'une moindre demande de liquidités des banques auprès de la BCE. L'heure est donc à la sortie progressive du *quantitative easing*. L'actif du bilan de la Réserve fédérale augmente de moins en moins vite depuis janvier 2014. Celui de la Banque d'Angleterre stagne depuis un an. Quant à la BCE, il s'est retourné à la suite notamment du remboursement des anciens prêts accordés aux banques.

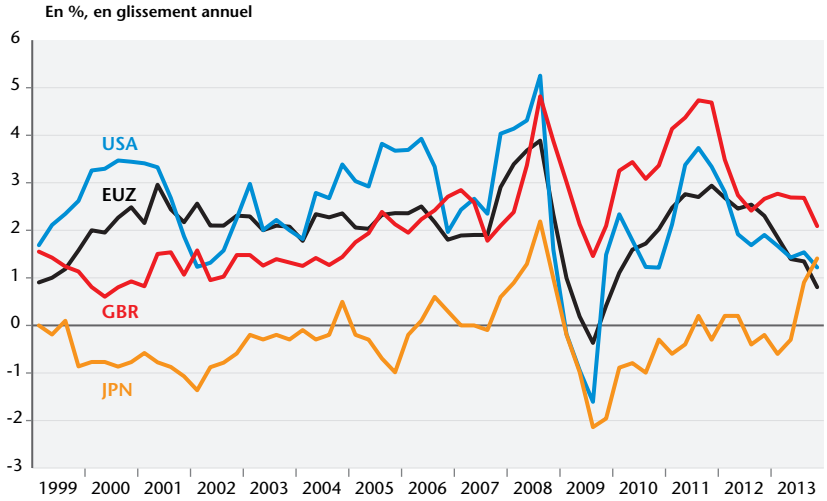
Cette normalisation des outils ne signifie surtout pas la fin des politiques monétaires accommodantes. La croissance reste insuffisante pour réduire les écarts de production et surtout, le risque particulièrement aigu dans la zone euro de laisser s'installer des tendances déflationnistes, nécessite que les banques centrales continuent à stimuler les économies. En effet, en renchérissant les taux réels, l'entrée dans la déflation rendrait la politique monétaire encore plus inopérante. C'est donc le message que les banques centrales veulent faire passer, notamment la BCE qui n'exclut pas, si besoin était, la mise en place d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif. Aussi aucun resserrement des taux directeurs n'est prévu à l'horizon de notre prévision. Les taux longs n'ont que peu réagi à cette inflexion de tendance. Néanmoins, malgré les bas taux d'intérêt et les conditions de crédits particulièrement attractives, la demande n'est pas au rendez-vous. L'heure est encore au désendettement tant du côté des entreprises dans la zone euro que des ménages aux États-Unis. Les politiques monétaires peinent à mordre sur l'activité, d'où la nécessité pour elles de rester actives.

Si les grandes banques centrales ont maintenu leur soutien quantitatif à l'activité économique et au système financier, la taille de leur bilan augmente désormais moins vite qu'auparavant, voire baisse, à l'exception de celui la Banque du Japon. Aux États-Unis, les objectifs d'achats de titres de la Réserve fédérale sont réduits à l'issue de chaque réunion du FOMC (Federal open market committee). Au Royaume-Uni, le plafond d'achats de titres fixé par le Banque d'Angleterre est stable. Enfin, dans la zone euro, les outils qui ont permis la mise en œuvre des politiques monétaires non-conventionnelles restent opérationnels mais la baisse de la demande de refinancement de la part des banques induit une réduction de la taille du bilan de la BCE. Ces évolutions récentes pourraient traduire une normalisation progressive de la conduite de la politique monétaire alors même que le risque déflationniste ne peut toujours pas être écarté, en particulier dans la zone euro. Faut-il en déduire qu'avec l'accélération de la croissance aux États-Unis ou au Royaume-Uni et la consolidation de cette même croissance dans le cas de la zone euro, la crise se termine et que les banques centrales vont pouvoir normaliser leur politique monétaire afin d'éviter que les apports de liquidités n'alimentent de nouvelles bulles ? Le cas du Royaume-Uni, avec la hausse rapide des prix de l'immobilier pourrait justifier un tel choix. Ce n'est pourtant pas celui fait pour l'instant par la Banque d'Angleterre qui n'évoque pas encore ouvertement la fin de l'assouplissement quantitatif. Dans le cas de la Réserve fédérale, le taux de chômage a atteint le seuil à partir duquel la banque centrale pourrait décider de resserrer sa politique monétaire, ce qui justifierait alors une normalisation. Pour autant, la Réserve fédérale reste soucieuse du bas niveau du taux d'emploi et de la menace déflationniste qui pèse sur cette reprise. Ce risque est particulièrement élevé dans la zone euro, plus qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni. L'inflation ne cesse de reculer et glisse vers une zone où le basculement des anticipations sur un scénario déflationniste ne manquerait pas de concrétiser ce risque (graphique 1). Les réactions de la Banque d'Angleterre ou de la Réserve fédérale depuis le début de la crise ont témoigné qu'elles prenaient ce risque déflationniste très au sérieux, ce qui a motivé leurs mesures de politique monétaire non-conventionnelles. Dans le cas de la BCE, la primauté institutionnelle de l'objectif de stabilité des prix, le conservatisme des membres du Conseil des

gouverneurs et l'hétérogénéité structurelle de la zone euro expliquent sans doute son attentisme. Les déclarations récentes de plusieurs membres du Conseil des gouverneurs témoignent des hésitations de la BCE qui se dit prête à agir mais qui écarte pour l'instant, au moins officiellement, le risque de déflation.

Notre scénario privilégie le conservatisme de la BCE à l'horizon de notre prévision. Les politiques monétaires se normaliseraient progressivement notamment parce que la situation du secteur financier s'est améliorée. Pour autant, nous excluons l'hypothèse d'un resserrement de la politique monétaire par le biais d'une hausse des taux d'intérêt directeur car la croissance reste fragile, le chômage (ou le taux d'emploi) est élevé (respectivement faible) et l'inflation reste largement inférieure à sa cible. Néanmoins, en cas de poursuite de la baisse du taux d'inflation dans la zone euro, la BCE déciderait d'un nouvel assouplissement quantitatif qui conduirait à une divergence dans la conduite des politiques monétaires.

Graphique 1. Taux d'inflation



Sources : Eurostat, ONS, BLS.

1. Vers la fin des politiques monétaires non-conventionnelles… ?

Les banques centrales ont maintenu l'orientation expansionniste de leur politique monétaire tout au long de l'année 2013. Les taux d'intérêt directeurs sont restés à des niveaux exceptionnelle-

ment bas. Par ailleurs, les mesures non-conventionnelles[1] mises en place au cours de la crise ont été maintenues mais les évolutions récentes des bilans des banques centrales indiquent une atténuation progressive de l'assouplissement quantitatif.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale réduit ses interventions sur les marchés financiers depuis le 1er janvier 2014. Ce désengagement fait suite à la décision prise lors de la réunion du FOMC du 18 décembre 2013, de réduire de 10 milliards de dollars les achats de Mortgage Backed Securities (MBS) garantis par les deux agences d'État Freddie Mac et Fannie Mae et de titres de dette du Trésor américain. Le mouvement est poursuivi après les réunions du 29 janvier puis du 19 mars 2014, chacune s'étant conclue sur un retrait supplémentaire de 10 milliards de dollars. Au final, les achats de titres publics ou garantis par l'État par la Réserve fédérale sont donc passés progressivement de 85 milliards à 55 milliards en avril. Dans l'hypothèse où la baisse des volumes achetés se poursuivrait au rythme prudent de 10 milliards de dollars par réunion du FOMC, la Réserve fédérale arriverait au terme de son programme de rachat de titres à grande échelle (*Long Scale Asset Purchases*) d'ici la fin de l'année 2014. Le bilan de la Banque centrale continuerait donc d'augmenter, mais de moins en moins vite, avant de se stabiliser en 2015. En effet, il est peu probable qu'une réduction de la taille du bilan de la Fed intervienne à cette période. Le Comité devrait poursuivre sa politique de réinvestissement du remboursement du principal des titres de dette d'agences et des MBS en achats de titres MBS et d'obligations du Trésor.

Cette stratégie d'un retrait progressif des interventions n'est pas surprenante. Annoncée en mai 2013, la décision est devenue effective à l'heure où les signes d'une amélioration de la situation économique se multipliaient, où le marché du travail donnait des signes d'amélioration et où la contrainte budgétaire commençait à se desserrer. Pour autant, le soutien des politiques monétaires non conventionnelles à l'activité demeure présent, et la volonté de

1. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire peuvent être définies comme soit des mesures donnant lieu à une augmentation de la taille du bilan des banques centrales (*quantitative easing*) soit des mesures modifiant la structure du bilan (*qualitative easing*). Voir pour plus de détails Borio & Disyatat (2009) : « Unconventional monetary policies: an appraisal », *BIS Working Paper* n° 292. Voir également le post de Jérôme Creel et Paul Hubert : « La BCE, ou comment devenir moins conventionnel », *Blog de l'OFCE*, 9 avril 2014.

continuer à peser sur l'évolution des taux longs par une politique très accommodante est réaffirmée. Selon Mark Zanki, de Moody's Analytics, l'action de la Réserve fédérale aurait eu une action significative sur l'économie. La hausse du bilan de la Banque centrale, à travers les 3 opérations de *quantitative easing*[2] aurait réduit de 85 points de base les taux publics à 10 ans et accru les cours boursiers de plus de 10 %. La croissance du PIB aurait été relevée de 1,2 %, 1,35 million d'emplois supplémentaires aurait été créé, ceci entraînant une baisse du taux de chômage d'environ 0,7 point.

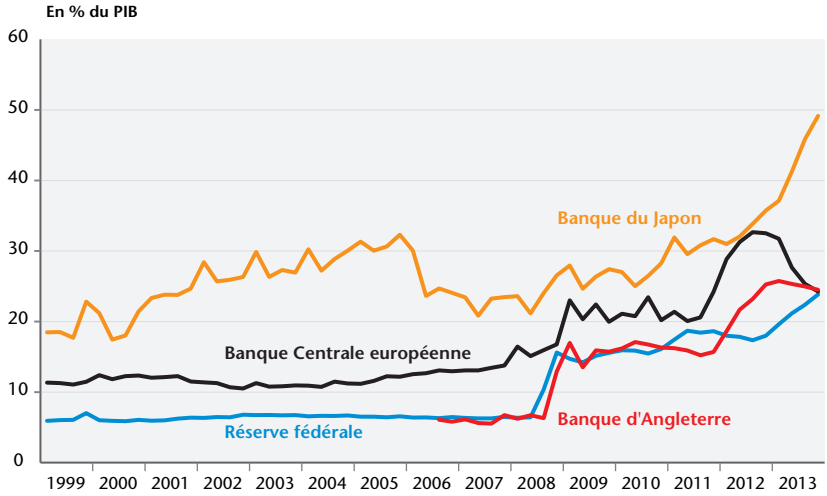
Mais c'est aussi au regard de l'arbitrage coût / bénéfice que la décision du retrait est prise, et notamment de la montée des risques que le programme entraîne. Pour le moment, les anticipations d'inflation à long terme restent bien ancrées (les anticipations à 10 ans se situaient à 2,5 % jusqu'en 2009 et oscillent entre 2,2 % et 2,5 % depuis fin 2012), et l'inflation observée reste très faible au point d'inquiéter les autorités monétaires qui peuvent y voir l'installation d'une tendance déflationniste. Le risque d'un afflux de liquidités serait plutôt à mettre du côté d'une mauvaise allocation qui viendrait perturber les marchés financiers et alimenter la création de bulles sur certains marchés d'actifs (boursiers, immobilier, ...). Pour le moment, la prudence demeure mais la Réserve fédérale considère ces risques comme secondaires au regard de la nécessité de maintenir les taux d'intérêt à long terme bas pour stimuler la croissance et l'emploi.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu le *statu quo*. Depuis juillet 2012, le plafond d'achats de titres fixé dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif reste fixé à 375 milliards de livres sterling. Contrairement à la Réserve fédérale, la BoE n'avait pas établi d'objectifs en termes de flux d'opérations mensuelles mais un plafond, révisé en cas de nécessité. En

2. Le premier programme d'achat de titres à grande échelle (QE1), décidé lors de la réunion du 18 mars 2009 du FOMC consistait à élargir le volume d'achat d'un programme déjà existant depuis novembre 2008, jusqu'à 300 milliards de dollars en obligations du Trésor, jusqu'à 200 milliards en dettes d'agences et 1 250 milliards en titres MBS d'agences pour une période d'un an. Dans le deuxième programme (QE2), mis en place lors de la réunion du 3 novembre 2010, le plafond des achats est relevé à 600 milliards de dollars sur les obligations du Trésor à long terme pour les 8 prochains mois. Enfin, la réunion du 13 septembre 2012 annonce la phase 3 du QE avec l'achat tous les mois et pour une durée indéfinie, de 40 milliards de dollars de titres d'agences MBS, suivi le 12 décembre de l'annonce de l'achat de 45 milliards d'obligations du Trésor. 85 milliards de dollars ont donc été déversés tous les mois sur les marchés financiers jusqu'en décembre 2013.

l'absence de modification de la cible, la taille du bilan de la BoE, exprimée en pourcentage du PIB se réduit mécaniquement (graphique 2). Selon nos prévisions, la position de la BoE serait inchangée à l'horizon de notre prévision. C'est également ce qui ressort des votes des membres du Comité de politique monétaire, qui sont rendus publics lors de la publication des Minutes. L'ensemble des membres s'accorde actuellement sur le maintien du plafond à 375 milliards. La taille du bilan de la BoE continuera donc à se réduire progressivement avec l'augmentation du PIB et de façon plus marquée dès lors que les titres – principalement des obligations émises par le Trésor – arriveront à échéance. Les signaux d'un resserrement de la politique monétaire résulteront alors principalement de l'évolution des taux d'intérêt, conditionnée par la stratégie de guidage prospectif (*forward guidance*).

Graphique 2. Bilan des banques centrales

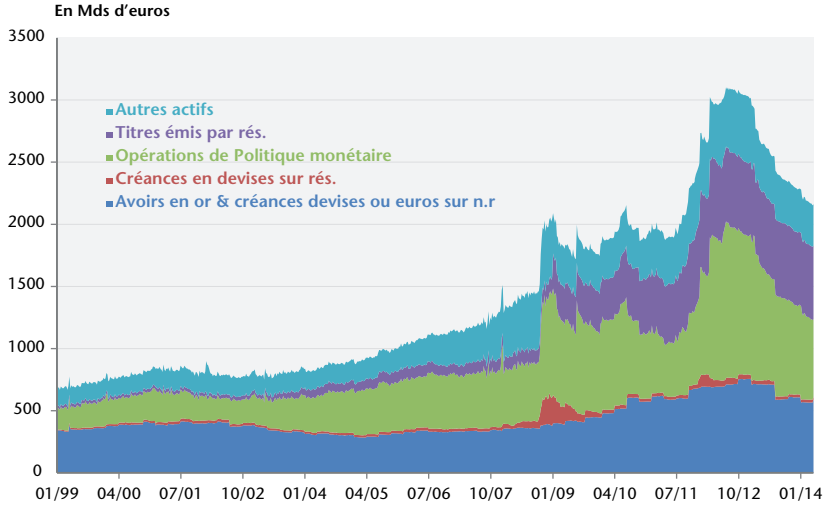


Sources : BCE, Réserve fédérale, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, Comptabilités nationales.

C'est dans la zone euro que les signes les plus évidents d'un dégonflement du bilan sont apparus. Il tient cependant plus de la nature du cadre opérationnel pour la conduite de la politique monétaire mise en œuvre par la BCE au cours de la crise que d'une volonté délibérée de resserrer la politique monétaire. De fait, à partir d'octobre 2008, la BCE a décidé de servir l'intégralité des demandes de refinancement à taux fixes pour l'ensemble de ses opérations de politique monétaire. La taille du bilan de la BCE

évolue donc principalement au gré des besoins de refinancement des banques de la zone euro. Les programmes d'achat de titres s'inscrivent dans une logique différente. Dans le cadre du programme SMP (Securities Market Program), la BCE est intervenue sur les marchés de dette publique sans avoir fixé de plafond préalable à ses interventions. Au plus fort des achats, le portefeuille de titres obligataires souverains détenus par la BCE n'a guère dépassé 200 milliards d'euros. Les programmes d'achat d'obligations sécurisées – CBPP (Covered bonds purchase program) – furent assortis d'un plafond mais relativement limité, ce qui n'a donc eu qu'une faible influence sur la composition du bilan de la BCE. Pour le reste, la BCE a essentiellement innové en allongeant la maturité des refinancements octroyés à long terme, *via* des opérations à 6 mois, 1 an, puis 3 ans (décembre 2011 et février 2012) contre 3 mois habituellement. La composition de l'actif de la BCE montre clairement le rôle joué par les opérations liées à la politique monétaire dans la dynamique d'accroissement, puis de réduction de la taille du bilan (graphique 3).

Graphique 3. Bilan de la BCE



Source : BCE.

Depuis la mi-2012, les besoins de liquidité du système bancaire ont fortement baissé, les banques ayant notamment anticipé le remboursement des prêts accordés à trois ans. Il ne s'agit pas d'un

resserrement de la politique monétaire *stricto sensu* mais plutôt d'une normalisation relative du fonctionnement du marché interbancaire de la zone euro. L'intermédiation réalisée par la BCE ainsi que les déséquilibres mesurés par les soldes TARGET diminuent. Pour autant, si l'on en juge à l'aune de la situation macroéconomique de la zone euro, la BCE dispose de marges de manœuvre pour amplifier son soutien à l'économie *via* un nouvel assouplissement quantitatif (voir encadré 1). Le niveau élevé du chômage et l'inflation qui s'inscrit sous la barre le seuil de 1 % justifieraient largement la mise en œuvre de nouvelles mesures d'assouplissement. Les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE soufflent cependant le chaud et le froid sur cette question d'un éventuel assouplissement supplémentaire. Tantôt, la BCE se montre préoccupée par la baisse rapide et plus forte qu'anticipée de l'inflation dans la zone euro et se déclare prête à mettre en œuvre les mesures nécessaires pour éviter que la zone euro ne plonge en déflation. Tantôt ce besoin est écarté au motif que la désinflation ne s'amplifie pas et que les anticipations d'inflation de la BCE s'inscrivent en légère hausse : 1 % en 2014, 1,3 % en 2015 puis 1,5 % en 2016.

Encadré 1. Un QE pour la BCE ?

Les déclarations récentes de plusieurs membres de la BCE indiquent qu'elle n'exclut pas d'assouplir sa politique monétaire pour stimuler l'activité dans la zone euro et réduire le risque déflationniste. Quels pourraient être les outils utilisés par la BCE sachant que le taux directeur est déjà de 0,25 %, ce qui est considéré comme un niveau plancher ? Même si une baisse du taux directeur est techniquement possible, les marges de manœuvre sont limitées. Ceci obligerait la BCE à recourir aux mesures dites non-conventionnelles. Dans le cadre de sa stratégie de guidage prospectif (*forward-guidance*), la BCE pourrait conditionner le relèvement du taux d'intérêt directeur à une cible de taux de chômage, comme l'ont fait la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale. À condition que cette cible soit suffisamment basse ; une telle annonce réduirait les anticipations de taux futurs et donc les taux longs. Dans la mesure où la BCE a déjà largement soutenu l'accès aux refinancements des banques, afin notamment de limiter les risques de rationnement du crédit, un nouvel assouplissement de la politique monétaire devrait privilégier un autre canal. De nouveaux achats de titres constitueraient un recours pour amplifier le soutien de la politique monétaire à l'activité économique. La BCE pourrait acheter des titres obligataires publics

afin de faire baisser les taux d'intérêt publics et assouplir par ce biais les conditions de financement. Néanmoins, un tel choix risque d'être limité par les contraintes imposées par l'OMT et notamment la conditionnalité. En effet, ne sont éligibles que les titres émis par des pays qui sont sous un programme du FESF-MES, ce qui limite les achats aux obligations grecques et portugaises. En outre, la décision récente de la Cour constitutionnelle de Karlsruhe, dont certains juges considèrent que la BCE est allée au-delà de son mandat, pourrait limiter la capacité d'action en ce domaine. En outre, l'objectif d'un nouvel assouplissement quantitatif serait de réduire les coûts de financement de marché. À cette fin, certains préconisent des achats de titres adossés à des actifs (ABS pour *asset-backed securities*). Cela permettrait notamment de soutenir le crédit aux PME en favorisant leur refinancement par la titrisation. Ce type de mesure pourrait être controversé puisqu'elle apporterait un soutien à la pratique de la titrisation dans la zone euro, technique qui a joué un rôle majeur dans le déclenchement de la crise financière en 2007. Il faut d'ailleurs noter qu'en parallèle, la Commission a également émis le souhait de relancer la titrisation. Il faut cependant souligner que ces mesures viseraient principalement à améliorer les conditions de financement. S'il est certain que celles-ci restent encore défavorables dans les pays de la zone euro en crise, il n'en demeure pas moins que l'atonie de la demande résulte en grande partie de l'orientation restrictive des politiques budgétaires. L'effet d'une baisse des taux d'intérêt à long terme pourrait avoir un effet limité si la demande interne reste contrainte. Une autre option consisterait à intervenir sur le marché des changes afin de provoquer une baisse de l'euro dont l'appréciation récente inquiète la BCE et est un facteur favorisant la déflation. Si le caractère non-conventionnel de cette mesure peut faire l'objet d'un débat, il n'en demeure pas moins qu'une baisse de l'euro réduirait à la fois les pressions déflationnistes et favoriserait probablement les ajustements de compétitivité entre les pays de la zone euro. Cependant, l'efficacité des interventions de change demeure incertaine[3]. Il faudrait sans doute qu'elles soient coordonnées avec les autres banques centrales, ce qui est incertain dans un contexte de croissance mondiale fragile.

Nous n'anticipons pas de nouvelles mesures bien que l'inflation pourrait être durablement inférieure à 2 %, cible fixée par la BCE. Ce faisant, la BCE s'en tiendrait à une interprétation stricte et asymétrique de son mandat. Bien qu'aucune menace ne pèse sur la

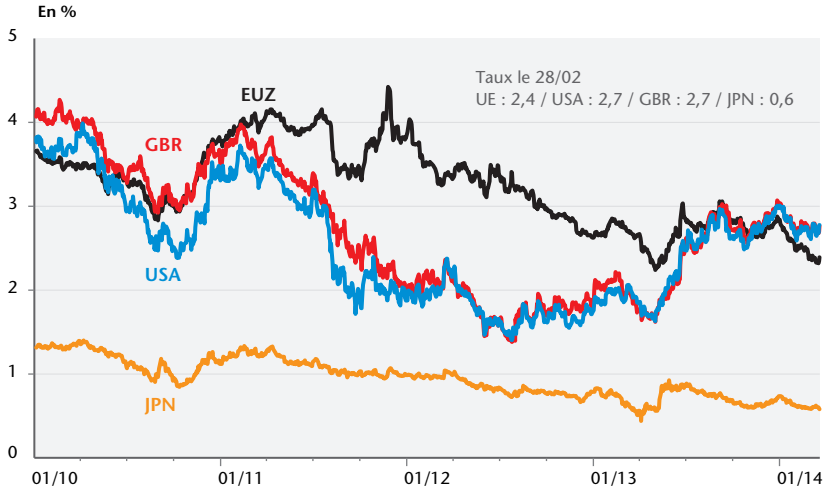
3. Voir Blot (2007) : « Taux de change : le temps des interventions », *Clair&Net de l'OFCE*, 20 décembre.

stabilité des prix à moyen terme, la BCE n'accorderait pas plus d'importance à l'objectif de croissance et d'emploi. On peut voir dans cette décision, la conséquence d'une hiérarchie trop stricte entre les objectifs de la BCE qui consacre la stabilité des prix et relègue les autres objectifs de politique monétaire au second rang. Rosengren (2013) considère à cet égard que le double mandat de la Réserve fédérale aux États-Unis a sans doute donné plus de liberté à l'autorité monétaire pour mettre en œuvre une politique adaptée en cas de crise. En outre, l'absence de réactivité de la BCE montre aussi son interprétation asymétrique de la cible de 2 % qu'elle s'est fixée. Les deux épisodes précipités de resserrement des taux d'intérêt en juillet 2008 puis en avril et juillet 2011 montrent qu'elle avait été beaucoup plus prompte à réagir dès que l'inflation repassait au-dessus de ce seuil.

Pour l'instant, ces variations de bilan n'ont pas entraîné de hausse des taux d'intérêt à long terme (graphique 4). Cette question se pose de façon plus prononcée aux États-Unis et au Royaume-Uni dans la mesure où les mesures non-conventionnelles s'appuient très précisément sur des interventions sur les marchés obligataires, afin d'influencer plus directement les taux longs[4]. La fin progressive du *Quantitative Easing* avait déjà été intégrée par les marchés après les premières déclarations faites en mai 2013 par Ben Bernanke. Les taux aux États-Unis et au Royaume-Uni avaient alors augmenté de plus d'un point[5] suscitant des inquiétudes sur une volatilité accrue et un durcissement des conditions financières. Les taux longs se sont stabilisés et n'ont pas augmenté malgré la confirmation de la baisse des achats, annoncée puis mise en œuvre par Janet Yellen, la nouvelle présidente de la Réserve fédérale. La multiplication de messages rassurants confirmant le maintien d'une politique monétaire accommodante a convaincu les marchés. Depuis septembre 2013, les taux sur les obligations publiques à 10 ans se maintiennent autour de 2,8 %.

4. Voir OFCE (2013) : « Politiques monétaires : est-ce le début de la fin ? », *Revue de l'OFCE, Analyses et prévision*, 130.
5. Cette hausse s'explique aussi par le mouvement de convergence des taux avec la zone euro, plutôt en lien avec la fin de l'épisode de crise des dettes souveraines.

Graphique 4. Taux d'intérêt publics à long terme



Source : Datastream.

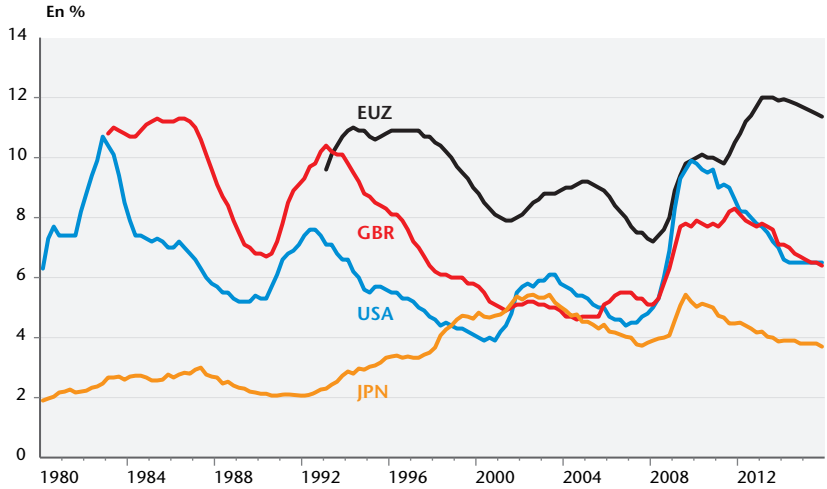
2. … mais pas de retour aux politiques conventionnelles

Dans ce contexte de dégonflement plus ou moins rapide des bilans des banques centrales, la question de la normalisation des politiques monétaires va de nouveau se poser. Dès lors que l'assouplissement quantitatif prend fin, la politique de pilotage du taux directeur redeviendrait-elle l'instrument principal d'orientation de la politique monétaire ? Une telle normalisation ne pourra être que progressive et dépendra de l'évolution de la situation économique et du marché du travail (graphique 5). Elle sera de plus certainement annoncée *via* une stratégie de communication organisée et destinée à orienter les anticipations des agents, afin d'éviter des ajustements trop brutaux des taux longs.

C'est d'ailleurs pourquoi l'exercice de communication continue d'évoluer aux États-Unis. Réintroduite en 2008, la stratégie de guidage prospectif (*Forward Guidance*) a reposé dans un premier temps sur la détermination d'une date butoir avant un éventuel resserrement des taux des fonds fédéraux. Ainsi, à la suite de la réunion du 9 août 2011, le FOMC prévoyait de maintenir les taux des fonds fédéraux à un niveau exceptionnellement bas au moins jusqu'à la mi-2013. Cette date a été repoussée au moins à la mi-2015. Depuis la réunion du 12 décembre 2012, il n'est plus fait

mention de date butoir mais de seuils quantitatifs : les taux cibles ne devront donc pas augmenter tant que le taux de chômage sera supérieur à 6,5 %, que l'inflation restera inférieure à sa cible de 2 % et que les anticipations d'inflation à long terme seront bien ancrées.

Graphique 5. Taux de chômage



Sources : Comptabilités nationales, prévisions OFCE avril 2014.

Avec un taux de chômage frôlant le seuil des 6,5 % depuis fin 2013 et une inflation qui reste durablement faible, le comité de pilotage se devait d'ajuster son discours et surtout ses outils de communication. C'est ce qu'il a fait dans son dernier communiqué où il insiste sur l'importance de l'analyse qualitative de la situation, menée à partir d'une large gamme d'indicateurs concernant le marché du travail, les tensions inflationnistes, les anticipations inflationnistes et enfin le développement des marchés financiers. Or, la baisse du taux de chômage à 6,6 % depuis décembre ne peut masquer la situation dégradée sur le marché du travail. Le taux d'emploi reste 5 points en dessous de son niveau d'avant-crise et il faut remonter à 1977 pour trouver un taux d'activité aussi faible. La baisse du taux de chômage entre fin 2009 et décembre 2013 devrait d'ailleurs être arrivée à son terme. En effet, avec le regain des créations d'emplois observé à travers les enquêtes auprès des ménages, une partie de la population marginalisée revient progressivement sur le marché du travail. Depuis décembre, le taux de chômage reste rigide à la baisse et cette situation pourrait perdurer

plusieurs trimestres. Dès lors, même si le chômage et l'inflation à long terme sont proches de leur cible, les conditions économiques peuvent, pendant un certain temps requérir de garder les taux des fonds fédéraux en dessous du niveau que le Comité considère comme normal à long terme. Dans ces conditions, le FOMC ne devrait pas modifier sa politique de taux avant 2015.

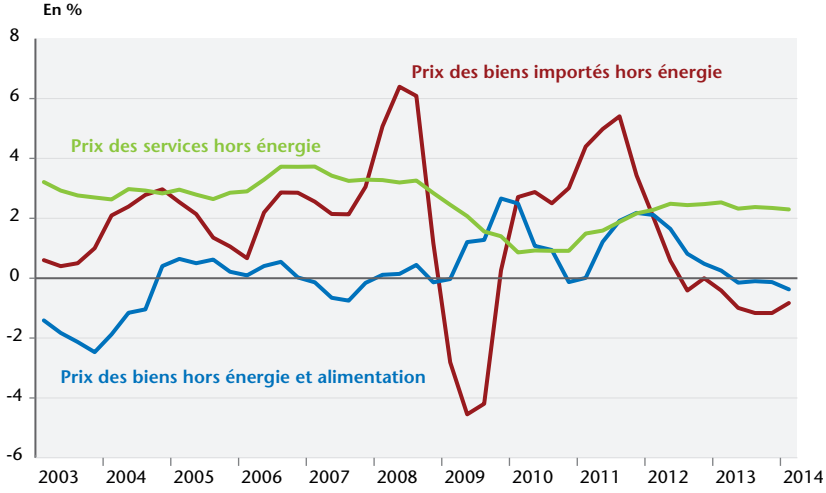
C'est bien ce qui se dégage de la position des membres du FOMC. Entre septembre 2013 et mars 2014, le nombre de membres du FOMC (16 au total) déclarant qu'un relèvement du taux cible des fonds fédéraux serait probable sur l'année 2014 est passé de 3 à 1, tandis qu'il passait de 12 à 13 pour un relèvement en 2015 (avec une majorité de membres situant le taux fin 2015 inférieur ou égal à 1 %) et de 1 à 2 pour un relèvement en 2016. C'est aussi ce que reflètent les anticipations des marchés sur l'évolution des taux courts (graphique 7). À l'horizon de moins d'un an (printemps 2015), il n'est pas prévu de relèvement du taux cible des fonds fédéraux aux États-Unis.

Plusieurs facteurs concourent à cette vigilance : le marché du travail s'améliore mais timidement, l'écart de production tarde à se réduire et la politique budgétaire reste très restrictive, même si elle l'est moins qu'en 2013. Dans ce contexte, les tendances déflationnistes qui pourraient apparaître dans l'économie inquiètent les autorités monétaires. Car si les anticipations d'inflation à long terme restent stables, l'inflation observée oscille au gré de l'évolution du prix des produits alimentaires et énergétiques pour se situer à 1,7 % en mars 2014. Mais surtout, l'inflation sous-jacente ralentit fortement depuis deux ans. Depuis le début de l'année 2014, elle se situe à 1,6 % sur un an, après une moyenne à 1,9 % un an plus tôt. Les prix des biens n'augmentent plus depuis fin 2012 et surtout les prix des biens hors énergie et produits alimentaires ont baissé de 0,5 % entre août 2013 et mars 2014. Les services, eux, enregistrent des hausses de prix de l'ordre 2,4 % l'an depuis un an, ce qui reste faible comparé à leur moyenne de longue période.

Plusieurs facteurs peuvent justifier cette modération des prix. La modération du coût salarial est le principal élément explicatif. Malgré l'accélération des salaires en 2013 (dont le rythme est passé de 1,4 % fin 2012 à 2,3 % sur un an en fin 2013), les coûts salariaux unitaires ont continué de ralentir dans les entreprises du fait du redressement de la productivité du travail. Le deuxième élément

porte sur la baisse du prix des produits importés. Depuis deux ans, celui-ci n'a cessé de baisser : sur la seule année 2013, le prix des biens importés a reculé de 1,1 %. Si une partie de la baisse s'explique par le repli du cours des matières premières sur les marchés mondiaux, la faiblesse de l'inflation mondiale et l'appréciation réelle du dollar vis-à-vis des autres monnaies participent également de cette modération des prix. Hors énergie, le prix des biens a reculé de 1,2 % entre la fin 2012 et la fin 2013 (graphique 6). Pour autant, nous ne croyons pas à l'installation de tendances déflationnistes aux États-Unis. La reprise des créations nettes d'emplois qui s'amorce depuis la fin 2013 devrait au contraire s'accompagner d'un raffermissement des coûts salariaux dans les entreprises et contrer ces éventuelles pressions déflationnistes. Certes le taux d'emploi, qui a augmenté significativement depuis la fin 2013, et le taux d'activité restent encore à des niveaux exceptionnellement bas. Mais le taux de chômage de court terme est presque revenu sur sa tendance de longue période et la progression des salaires devrait se raffermir progressivement pour atteindre un rythme que nous prévoyons à 2,8 % en fin 2015. Par contre, la désinflation importée pourrait continuer de peser sur l'évolution des prix à la consommation en 2014, avec notamment la baisse attendue des prix du pétrole.

Graphique 6. Inflation sur les biens et services hors énergie aux États-Unis



Source : BLS.

Selon nos prévisions, aux États-Unis, le taux de chômage devrait cesser de baisser à l'horizon de la fin 2015. Le raffermissement des créations d'emploi devrait s'accompagner du retour sur le marché du travail d'une partie de la population qui l'a déserté jusqu'alors. Le taux de chômage devrait se maintenir donc à 6,5 %. L'inflation devrait rester encore faible en 2014 (1,4 % en moyenne annuelle), avant de s'accélérer en 2015. À la fin de l'année 2015, l'inflation pourrait attendre 1,6 %.

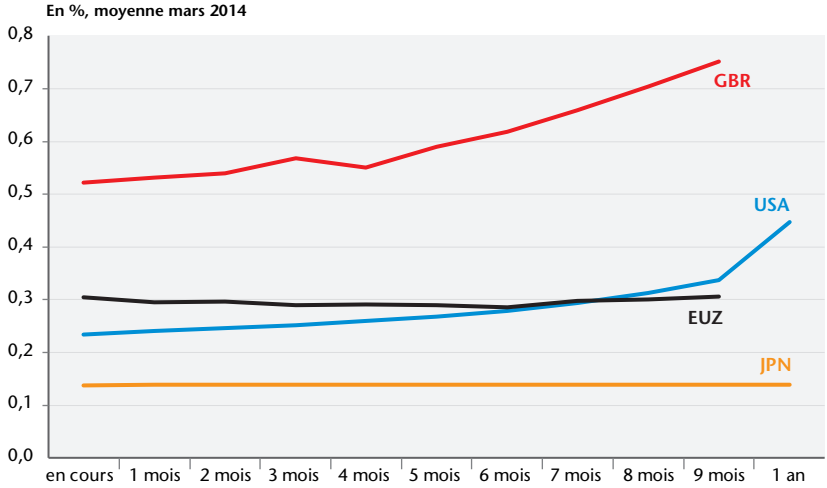
Au Royaume-Uni, la hausse des taux est aussi conditionnée par la stratégie de guidage prospectif qui fixe une cible de taux de chômage à 7 % pour la Bank of England. Si la dynamique des anticipations d'inflation est aussi analysée de façon attentive par les banques centrales, les marchés accorderont une attention toute particulière à l'évolution du chômage. Il apparaît d'ailleurs clairement qu'à un horizon inférieur à un an, l'éventualité d'une hausse des taux directeur peut apparaître au Royaume-Uni. C'est aussi ce qui ressort de l'évolution des taux d'intérêt à trois mois anticipés à un horizon d'un an (graphique 7). Contrairement au taux anticipé pour la zone euro qui reste très stable, celui pour le Royaume-Uni, et dans une moindre mesure celui pour les États-Unis, reflètent une anticipation de hausse de taux. Dans le cas des États-Unis, les anticipations se modifient uniquement à l'horizon d'un an, ce qui traduit aussi sans doute un effet de marché dans la mesure où cette rupture apparaît régulièrement sur les séries de taux anticipés issus des FRA (*forward rate agreement*).

Si la BCE s'est également lancée dans une stratégie de guidage prospectif depuis septembre 2013, elle n'a cependant pas conditionné une remontée du taux directeur à une cible de taux de chômage. Elle a simplement déclaré que les taux seraient bas pour une période prolongée sans donner d'indication plus précise, ce qui correspond au premier stade de guidage des anticipations dans ce type de stratégie[6]. Cette phrase fut ensuite répétée lors des différentes conférences de presse qui ont suivi la réunion du Conseil des gouverneurs. Il n'en demeure pas moins qu'une telle annonce reste floue (voir Paul Hubert et Fabien Labondance, 2013), ce qui limite

6. Le deuxième stade revient à donner une échéance « au moins jusqu'à … ». Enfin, la troisième étape d'une stratégie de guidage prospectif, la banque centrale fixe une cible de chômage : « tant que le chômage restera supérieur à … ».

probablement l'efficacité de cette stratégie de communication. Tant que la phrase est répétée, il est évident que la BCE ne procèdera pas à une hausse des taux. Mais le doute ne manquera pas de s'installer le jour où la BCE change sa communication sur ce point. Cependant, étant donné les prévisions d'inflation et de chômage dans la zone euro, il semble exclu de durcir la politique monétaire. Au contraire, les débats actuels au sein du Conseil des gouverneurs portent sur la nécessité d'un assouplissement supplémentaire. Avec un taux directeur à 0,25 %, les marges de manœuvre de la BCE sont limitées. Si une baisse des taux est possible, elle serait fortement réduite à 0,1 voire 0,2 point, ce qui enverrait certes un signal aux marchés mais aurait un effet assez faible sur les conditions monétaires. Nous considérons plutôt que la BCE ne changera pas ses taux directeurs d'ici la fin de l'année 2015 et que s'il devait y avoir une expansion monétaire supplémentaire, elle serait probablement mise en œuvre *via* des mesures non conventionnelles.

Graphique 7. Taux à trois mois anticipés



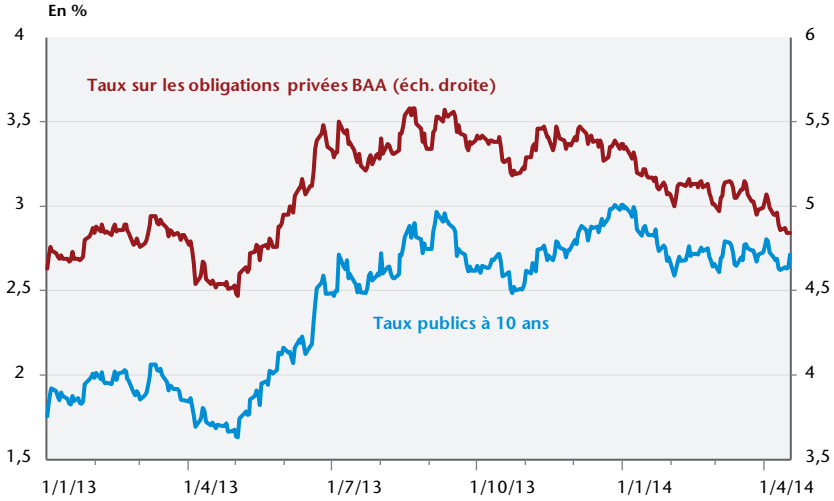
Source : Datastream.

3. Conditions monétaires et financières

Les conditions de financement du secteur privé restent globalement accommodantes. Aux États-Unis, si les taux longs publics se sont resserrés d'1 point entre le début de l'année 2013 et le début de l'année 2014, les taux longs privés après une période de hausse se

sont progressivement déconnectés de l'évolution des taux publics et baissent depuis le début de l'année (graphique 8). La prime de risque entre le prix des titres publics et celui des obligations privées s'est détendue sur la période récente, les investisseurs réallouant leur portefeuille au profit des titres de dette des entreprises. Au total, les taux longs privés ont progressé de 0,3 point en 1 an. Les conditions de financement restent donc particulièrement détendues. C'est d'ailleurs ce que confirment les enquêtes auprès des banques. Au début de 2014, les conditions de crédits aux entreprises industrielles et commerciales qui sont déjà très favorables, se sont encore assouplies par rapport au trimestre précédent (graphique 9).

Graphique 8. Taux longs publics et privés aux États-Unis

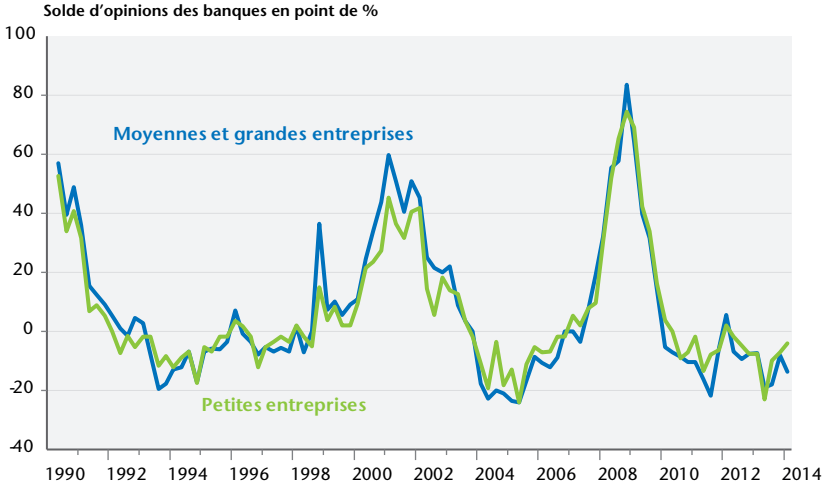


Source : Datastream.

Malgré cet environnement financier stimulant, la politique monétaire peine à mordre sur l'activité du crédit. Aux États-Unis, les ménages continuent à privilégier le désendettement hypothécaire, même si la contrainte est désormais moins forte. Le stock de dette a baissé et la reprise des prix sur le marché de l'immobilier permet de retrouver un effet de richesse positif. Pour autant, les nouveaux crédits nets des remboursements restent négatifs et la hausse des taux d'intérêt hypothécaires en 2013 semble avoir contré la velléité des ménages à contracter de nouveaux engagements. Après une amélioration à l'automne 2013, la situation sur le marché hypothé-

caire s'est à nouveau dégradée en fin d'année. Pourtant, les conditions d'accès des ménages primo-accédants à l'acquisition d'un logement n'ont jamais été aussi favorables (voir fiche pays : États-Unis : la fin de tous les dangers ?). L'amélioration du marché du travail et le maintien des conditions favorables en 2014 et 2015 devraient permettre une réactivation progressive des nouveaux emprunts. Du côté des entreprises, les nouveaux engagements nets ont été relativement élevés en 2013, notamment sous la forme de nouvelles émissions de dette obligataire. Après avoir baissé en 2009 et 2010 puis s'être stabilisé en 2011, l'encours de la dette des entreprises a augmenté assez fortement en 2012 et 2013, mais essentiellement sous la forme de dette obligataire, les crédits auprès des banques restant relativement modérés (graphiques 10 et 11).

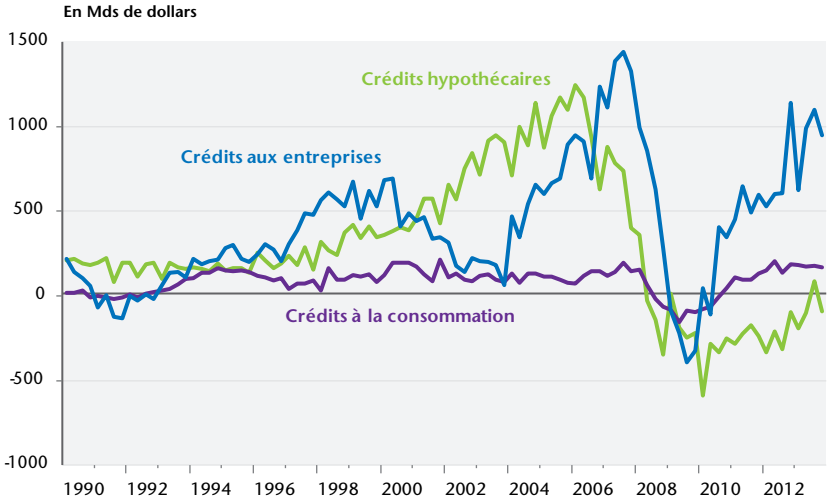
Graphique 9. Enquête sur le resserrement des conditions de crédits aux entreprises industrielles et commerciales aux États-Unis



Source : Senior Loan Officer Opinion Survey.

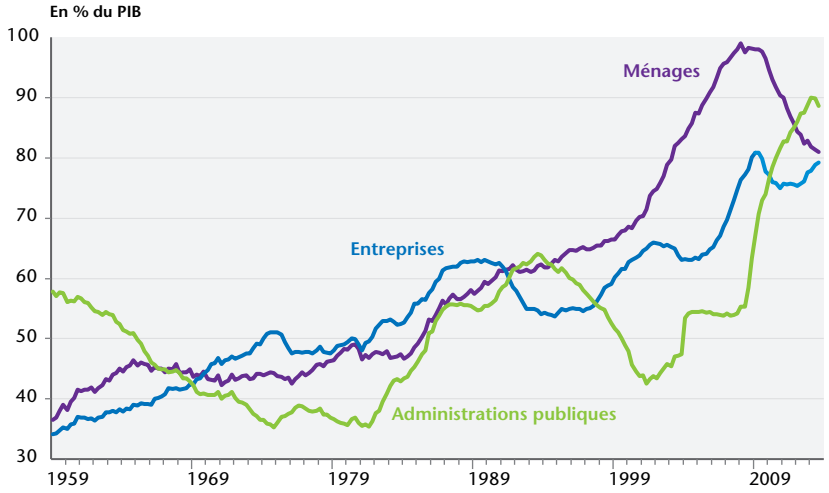
La faiblesse des crédits distribués au regard des liquidités injectées dans l'économie peut être illustrée par le multiplicateur de crédit qui aux États-Unis demeure anormalement bas depuis le déclenchement de la crise et qui continue de baisser.

Graphique 10. Nouveaux crédits nets du secteur domestique non financier aux États-Unis



Source : Flow of funds, Federal Reserve.

Graphique 11. Encours de dette du secteur domestique non financier aux États-Unis

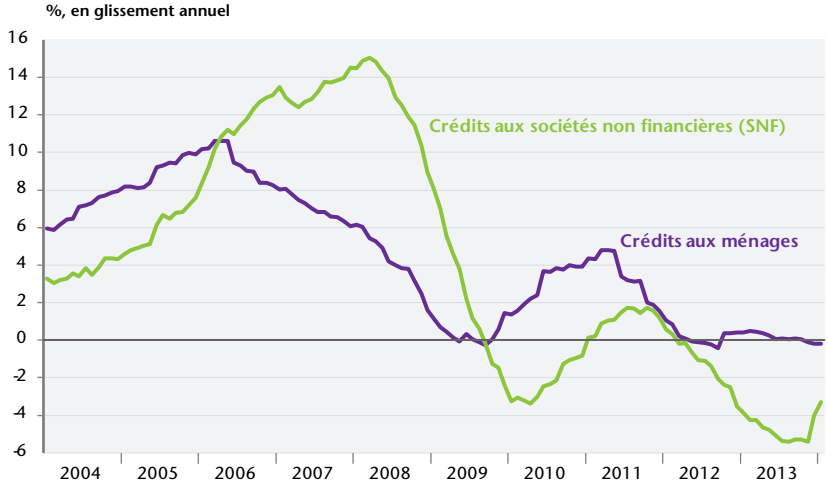


Source : Flow of funds, Federal Reserve.

En zone euro, le montant des nouveaux crédits semble stagner fin 2013 (graphique 12) : en réalité, on observe une amélioration pour le crédit immobilier, compensée par une contraction du crédit à la consommation. Pour les ménages, les taux des prêts à la

consommation sont stables, et les taux sur les nouveaux crédits immobiliers restent à des niveaux très bas en moyenne (3,3 % fin 2013). Pour les entreprises, on n'observe pas d'amélioration sensible : sur le montant des nouveaux crédits, on est revenu au niveau de 2004. C'est davantage la faiblesse de la demande que le rationnement de l'offre qui explique le recul des flux de crédits vers les entreprises. Cependant, l'enquête sur les conditions de crédit dans la zone euro montre que les banques anticipent une accélération de la demande de crédit au cours des trois prochains mois.

Graphique 12. Croissance de l'encours de crédit en zone euro

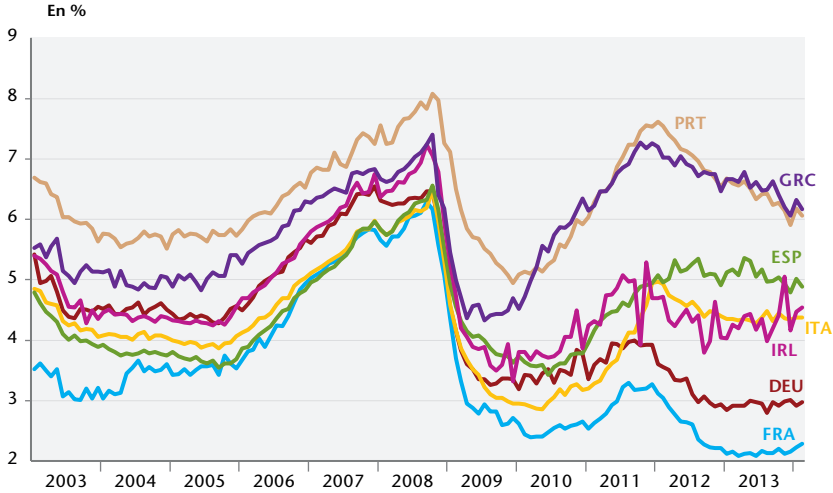


Source : BCE.

Par rapport à mi-2013, les taux sur les nouveaux crédits se sont légèrement détendus : entre 2012 et 2013 (graphique 13), le taux moyen sur les nouveaux prêts de moins d'un million d'euros est passé de 3,88 % à 3,35 % sur les maturités supérieures à un an, et de 4,07 % à 3,81 % sur les maturités inférieures à un an. Cette situation moyenne ne doit pas occulter les disparités persistantes en zone euro : sur les prêts aux sociétés non financières de moins d'un million d'euros et de maturité inférieure à un an, la France bénéficie des taux les plus bas (2,3 % en janvier 2014). Viennent ensuite la Finlande, l'Allemagne et les Pays-Bas. En position intermédiaire se trouvent l'Italie et l'Irlande (autour de 4,5 %), suivies enfin par la Grèce et le Portugal (autour de 6,5 %). Ainsi, la fragmentation qui s'est amplifiée avec la crise des dettes souveraines ne semble pas se

résorber, malgré la mise en place de l'OMT et de l'Union bancaire (voir encadré 2).

Graphique 13. Taux bancaires aux sociétés non financières pour les prêts de moins d'1 million d'euros et de maturité inférieure à 1 an



Source : BCE.

Encadré 2. Union bancaire, la fin de la fragmentation ?

L'idée de l'Union bancaire, qui remonte à juin 2012, était avant tout de briser le lien entre crise bancaire et dette souveraine en permettant une recapitalisation directe des banques en difficulté par le mécanisme européen de stabilité. En outre, pour lutter contre l'amplification de la fragmentation des marchés bancaires en zone euro, l'Union bancaire paraissait le prolongement naturel de l'Union monétaire.

L'Union bancaire, organisée autour de trois piliers (mécanisme de supervision unique, mécanisme de résolution unique et système unique de garantie des dépôts), modifie profondément l'architecture bancaire en zone euro. Le premier pilier, en permettant une supervision directe des banques « systémiques » par la BCE (et une supervision indirecte pour les banques de taille inférieure), doit permettre d'harmoniser la régulation bancaire en zone euro, en instaurant une plus grande transparence sur la santé des banques, notamment avec une revue de la qualité des actifs bancaires au printemps 2014 et des tests de résistance à l'automne 2014. Le deuxième pilier, qui consacre la logique de renflouement interne (« *bail in* ») de la banque, constitue un véritable changement de paradigme. En cas de difficultés d'une banque, on procèderait en premier lieu au renflouement interne (« *bail in* ») de la

banque (par le biais d'une recapitalisation), et non plus le renflouement externe (« *bail out* ») par les pouvoirs publics. Les premiers à payer seraient les actionnaires et les créanciers par ordre de séniorité. Le renflouement interne s'appliquerait au moins jusqu'à 8% du passif de la banque. Au-delà, le Fonds de résolution pourrait être mis à contribution, à hauteur de 5% de son passif. En 2025, à l'issue d'une période de transition de 10 ans (2015-2024), le fonds, abondé par les banques, sera mutualisé et doté de 55 milliards d'euros. Ce deuxième pilier, qui instaure un fédéralisme bancaire a minima en zone euro, doit permettre de réduire la fragmentation du système bancaire. Il en va de même pour le troisième pilier, le système unique de garantie des dépôts à hauteur de 100 000 euros.

Toutefois, la réforme reste en-deçà des objectifs initiaux. Tout d'abord, la logique nationale continue de l'emporter sur la logique fédérale : le lien entre crise bancaire et dette souveraine est loin d'être rompu. Pendant la période de transition 2015-2024, les pays soumis à une crise bancaire devront demander l'aide de leur État, lequel devra se soumettre à un plan d'ajustement. Les investisseurs continueront donc à faire payer le risque bancaire aux États et le risque souverain aux banques. Enfin, la fragmentation bancaire entre pays ne serait pas forcément résorbée : soumises à des exigences plus fortes, les banques des pays fragiles devront encore restreindre leur distribution de crédit (« *credit crunch* ») et renforcer leurs liquidités auprès de la BCE. La logique de renflouement interne pourrait avoir un effet procyclique – anticipant une panique bancaire, les créanciers pourraient retirer leurs fonds , et une accélération de la divergence entre pays de la zone euro – un investisseur effectuerait ses placements en fonction de la solidité des finances publiques du pays où la banque est localisée. Par conséquent, pendant la période de transition, la fragmentation des marchés bancaires en zone euro pourrait persister, limitant l'efficacité de la politique monétaire.