

## *Aux limites de la politique monétaire*

*Invités* : Président : [Jean-Claude Trichet](#) (Ancien Président de la BCE, Président du Conseil d'administration de l'Institut Bruegel et Président du Groupe des Trente) ; [Agnès Bénassy-Quéré](#) (Professeur, Ecole d'économie de Paris, Université Paris 1, et Présidente-déléguée du Conseil d'analyse économique) ; [Franck Portier](#) (Professeur d'Économie, Université Toulouse I) ; [Xavier Ragot](#) (Chercheur CNRS, Président de l'OFCE (Observatoire Français des Conjonctures Economiques, Centre de recherche en économie de Sciences Po) ; [Natacha Valla](#) (Directeur adjointe du CEPII- Travaille chez Goldman Sachs et à la BCE) ; [François Velde](#) (Economiste, banque de Réserve Fédérale de Chicago)  
Modérateur : [Jean-Marc Vittori](#)- Les Echos

Lien : [http://www.dailymotion.com/video/x2a8jvq\\_aux-limites-des-politiques-monetaires\\_school](http://www.dailymotion.com/video/x2a8jvq_aux-limites-des-politiques-monetaires_school)

Cette conférence a surtout été l'occasion pour chaque participant de présenter son point de vue sur le thème, mais la multiplicité des intervenants n'a pas permis de mener un véritable débat sur les différents points abordés. L'apport de Jean-Claude Trichet est très intéressant car il dessine vraiment la politique actuelle de la BCE.

Introduction par Jean-Marc Vittori :

Sujet au cœur de l'actualité. Se référer à la déclaration de Christian Noyer (président BdF) : « La BCE pourrait acheter des dettes souveraines »... étonnant, source de débats. La politique monétaire, dans le cadre de notre crise de financement, joue un rôle central. Les BCE ont créé de nouveaux outils d'intervention, mais on semble arrivé aujourd'hui à une limite. Aux EU c'est reparti, entre autre grâce à la politique monétaire. Pas en Europe. La politique monétaire peut-elle encore faire qqchose ?

### *Frank Portier :*

Perspective - Retour en arrière : que font les banques centrales

- Fournissent de la liquidité à très CT. Indispensable lorsqu'il y a des phénomènes de gel des marchés.  
Certains marchés se sont effondrés au moment de la crise financière. Il faut une institution publique pour fluidifier le marché (pendant qqes heures/jours, max un ou deux mois). Pourrait être fait par un autre organisme que la banque centrale ;
- Contrôlent le système bancaire. C'est essentiel mais cette politique prudentielle pourrait être faite aussi par autre organisme que la BCE et ce n'est pas de la politique monétaire ;
- Font la politique monétaire : décident de la quantité de monnaie dans l'économie
  - Comment ? : Au temps des monnaies métalliques on ne faisait pas de politique monétaire, la quantité de monnaie varie en fonction des découvertes de gisement. Seule politique monétaire alors : celle de dévaluation des monnaies, ce qui revient à taxer la monnaie (réduire sa valeur). Depuis plus de 40 ans on est dans un système sans étalon. On contrôle donc son émission.
  - Pourquoi ? Objectif de stabiliser les prix pour que les échanges soient faits de façon simple, régulière par les agents économiques. Recherche d'une valeur constante de la monnaie. Se pose cependant le problème de la mesure de l'inflation. Et objectif de stabilité de l'emploi, plus ou moins explicite en fonction des BC, et ce n'est pas le plus opérant aujourd'hui .

Conclusion :

- La politique monétaire est de la taxation ( ! ) ou de la redistribution
- On ne peut relancer l'économie car on ne peut baisser les taux nominaux en dessous de 0. Sauf si on supprime les pièces et billet et que l'on réduit les montants déposés sur les comptes.

*Agnès Benassy-Quéré* : Politique monétaire restreinte à la période récente et la zone euro :

- D'où venons-nous ? Maastricht avait une idée assez claire des deux politiques budgétaires et monétaires. Héritage de Tinbergen : un objectif, un instrument. Pour la politique monétaire l'instrument est le taux d'intérêt à CT et l'objectif d'une inflation proche de 2% sur l'ensemble de la

zone euro (politique budgétaire instrument : dep publique ; objectif : plein emploi pays par pays). Ces politiques ont d'emblée été contraintes par des réglementations qui ne paraissaient pas trop fortes à l'époque : contrainte de ne pas financer les dettes souveraines (pas de monétisation des déficits) pour la pol monétaire, règles de discipline pour la pol budgétaire ;

- Le consensus s'est effrit car les instruments st devenus inopérants et les objectifs en péril
  - ✓ Inflation faible, même si grandement due à la baisse du prix du pétrole ; inflation sous-jacente : 0,8% (<1,5% depuis 2013) donc très inférieur à 2% et les prévisions ne sont pas meilleures. La foi dans la capacité de la BCE à redresser l'inflation s'effrite un peu. (Nota : pire pour la politique budgétaire face à l'objectif de réduction du chômage car son action est devenue procyclique)
  - ✓ De nouveaux instruments sont alors utilisés. Quantitativ Easing : rachat des titres de dettes sur le marché. Existait déjà dans le refinancement des banques mais cela était très temporaire. Là, engagement plus fort de la BCE.
  - ✓ Et on a introduit un nouvel objectif : la stabilité financière. Les taux d'intérêts sont tellement faibles que des inquiétudes se manifestent quant aux prises de risque excessives du système financier. Donc un nouvel instrument est trouvé : la politique macro-prudentielle : gérer la stabilité financière au niveau économique dans son ensemble.
- Pbs : efficacité de tout cela, délais de réactivité de ces politique, expériences à l'étranger pas tjs concluantes. Les deux objectifs de la politique monétaire ne sont-ils pas incompatibles ? Des taux d'intérêts très bas n'entraînent-ils pas automatiquement des risques pour le système financier ?
- Débat actuel est celui autour de l'assouplissement quantitatif ;

Rappel : c'est la possibilité pour les banques centrales d'acheter sur les marchés financiers des titres de dette (publique ou non). Cela s'oppose à l'action de la BCE qui est de refinancer les banques, qui elles achètent ces titres, cette action de refinancement étant temporaire, alors que lorsque la BCE achète des titres ils resteront dans son bilan jusqu'à échéance ou revente. Engagement plus fort de la BCE.

- ✓ Quels effets attendus ? Quelle efficacité ? : la BCE n'ayant pas vocation à être un hedge fund, achat de titres sûrs aux taux d'intérêts déjà très bas.... L'idée est de pousser les gestionnaires d'actifs à se porter sur des actifs plus risqués (permettant de financer l'économie) ou sur des titres étrangers pour faire baisser l'euro. L'idée est aussi d'augmenter les anticipations d'inflation.
- ✓ Quels risques (particulièrement soulignés dans les débats en Allemagne) ? :
  - pertes pour la BCE. Même si pas de risque de faillite, il faudra qu'elle se recapitalise et ne fera plus de profits reversés aux Etat (manque à gagner).
  - Risque d'enfreindre les traités (monétisation de la dette).
  - Risque de dominance budgétaire : les Etats se sentiraient libres de continuer à faire des déficits.
  - Risque pour l'indépendance de la banque centrale

Pourquoi c'est si compliqué en Europe : car l'Europe n'est pas un Etat fédéral. Objectifs ne sont pas les mêmes dans tous les pays. En Allemagne on se plaint de la faiblesse des taux de rémunération des créanciers. Et les 2% ne sont qu'une moyenne... certains pays doivent être supérieurs, ce qui est difficile à faire passer. Donc il y a une contrainte politique.

## *Natacha Valla*

- Environnement macro-économique de la politique monétaire :
  - ✓ Aux EU, l'économie repart, l'intervention quantitative a été massive et il est question de renormaliser la politique monétaire. Lorsque la cessation des achats d'actifs a été annoncée elle a annoncé un plan de retour à la normal proche du modus operandi de la BCE avant la crise. Comment cela va se passer ?
  - ✓ Dans zone euro : des choses vont mieux, les marchés se sont normalisés, il y a re-convergence des coûts de production, une réduction des balances courantes. Mais l'environnement macro-économique est très dégradé et il y a des doutes sur l'inflation.
- La politique monétaire pourrait donc intervenir plus :
  - ✓ Au sens strict du mandat de la BCE il y a la stabilité des prix. Or, les anticipations d'inflation sont en baisse. Cela est à surveiller.
  - ✓ Le Pb qui se pose est celui du policy mix : on a besoin de savoir qui fait quoi. Donner les moyens aux instances monétaires que leurs actions soient efficaces. Mario Draghi affirme accepter faire plus

si les gouvernements qui peuvent dépenser plus doivent le faire et si des réformes structurelles sont faites pour que la politique monétaire puisse être transmise.

- ✓ Autre question, celle de la transmission de la politique monétaire : CEPII a montré que les économies financées par les marchés ont plus de facilité à repartir lorsque le point bas est atteint. Faut-il donc modifier la structure de financement de l'économie européenne ?
- Que pourrait être une politique non conventionnelle :
  - ✓ L'achat de titres publics pose une difficulté très particulière. Pierre fondatrice du traité de Maastricht et pierre d'achoppement de ce que peut faire BCE en termes de politique monétaire. Beaucoup estiment qu'il y a danger à acheter du souverain et se demandent si cela a une vraie efficacité étant donné que les taux sont déjà très bas.
  - ✓ Question du prêteur en dernier ressort de la BCE. Il faudrait revenir à un paradigme plus simple maintenant que la BCE est superviseur (union bancaire quasi achevée). Ne pas financer des banques qui ne devraient l'être.
  - ✓ Donc la politique non conventionnelle fonctionne mais encore mieux en restant en dehors de l'achat d'actifs souverains et de banques dangereuses.

### *Xavier Rago :*

- Quelles sont les limites qu'il faut dépasser pour que la BCE atteigne son mandat de 2% à moyen terme (c'est-à-dire un peu mais pas trop d'inflation pour que l'économie fonctionne bien...)? Aujourd'hui nous en sommes assez loin.
- La BCE a essayé avec son outil traditionnel. Or, le taux d'intérêt est aujourd'hui à 0. On ne peut descendre en dessous car sinon on taxerait de l'argent prêtée, qui ne sera donc jamais prêtée (c'est le 0 lower band) ... On n'a donc plus l'outil de court terme qu'est le taux d'intérêt ;
- Pourquoi est-on loin des 2% d'inflation ? Parce que la demande est trop faible sur le marché des biens. C'est la demande qui détermine les prix à CT (+NERU, output gap : manque de demande par rapport à la production de biens, visible pour chaque pays). Le problème c'est que lorsque le CT se prolonge, c'est le MT. C'est pour cela que Mario Draghi dit que la politique monétaire ne contrôle plus car les demandes ne sont pas assez élevées à cause des politiques budgétaires.
- Comment augmenter les demandes agrégées sur le MT pour atteindre les 2% d'inflation? Ce que les autres BC ont fait : la Fed a racheté massivement des actifs. Quantitativisme. Cela a fait augmenter les anticipations d'inflation. Effet de signal, d'engagement de la crédibilité de la BC. Cela commence à fonctionner aux EU car les prix d'actifs ont donc augmenté et comme l'effet richesse fonctionne bien aux Etats Unis cela a entraîné une hausse de la demande.
- La BCE doit faire la même chose mais pour les entreprises contraintes, pour le passif des Etats s'ils s'engagent de manière crédible à augmenter la demande : donc pour des acteurs qui ont un effet sur la demande agrégée.

### *François Velde :* la politique de la FED aux EU

1790 Union fiscale aux EU. L'union monétaire n'est intervenue qu'en 1913. Création de la banque de réserve de Chicago, membre, comme 11 autres banques de la FED. Système fédéral. Fonction principale prévue de la FED : le prêteur en dernier ressort en raison d'une grosse panique bancaire ; Période de l'étalon or, fonction aussi de maintenir la valeur de l'étalon. L'a abandonné et cela a conduit à la grande crise de 1929 ;

1934 : la Fed est dépossédée de ses fonctions. Regagne son indépendance en 1951 ;

1978 : se voit attribuer un double mandat : stabilité prix et haut niveau d'emploi ;

2008 : rapidement confrontée au 0 lower band. Elle a répondu par

- le quantitativ easing (hausse massive du bilan de la banque centrale), qu'elle pratiquait déjà avant mais à plus grande échelle et en achetant aussi des obligations du secteur privé. Au départ sans limite
- un mandat de « gestion prospective des taux » : la Fed annonce à l'avance ce qu'elle fera. Ambiguïté : promesse ou juste action envisagée ?

Effet : Le QE a eu l'effet d'une baisse de 2 à 3% des taux d'intérêts (déjà à 0)

En même temps politique fiscale en deux temps : fort déficit budgétaire puis resserrement, à l'encontre de ce que faisait la FED.

On parle aujourd'hui de normalisation : On décolle de la 0 lower band : hausse des taux d'intérêt ; revente progressive du bilan de la FED. Un des outils majeurs : payer des intérêts sur les réserves

Limites : cela repose beaucoup sur la crédibilité de la FED et l'inflation est assez faible aussi.

## *Jean Claude Trichet :*

Si nous nous posons tous ces problèmes c'est parce que en 2007-2008 nous avons connu une crise la plus grave des pays avancés depuis la 2<sup>nde</sup> GM et qui aurait pu être la plus grave depuis le 1<sup>ère</sup> GM si de façon empirique une série de mesure extrêmement audacieuses et rapides n'avaient été prises par les Banques Centrales et les gouvernements. Il s'est passé quelque chose d'extrêmement grave dans les pays avancés. Remarques complémentaires :

- La politique monétaire européenne est nécessairement unique (monnaie unique) alors que l'on n'est pas dans un Etat fédéral. Les autres politiques (nationales : budgétaire, structurelle) doivent s'adapter mais n'ont aucune raison d'être identiques. Ex : 5 pays se sont trouvés dans la crise financière dans une situation où ils n'avaient plus accès aux sources de financement. Ils ne pouvaient que s'ajuster. Le débat de l'austérité n'avait pas de sens. La BCE est donc intervenue en achetant des bons du trésor grec, irlandais, italien, espagnol, portugais. Des titres de ces Etats sont donc dans le bilan de la BCE à l'heure actuelle. C'était ciblé, car on ne pouvait plus transmettre la politique monétaire dans ces pays. La signature censée être sans risque connaissait des spread considérables. C'est ce que l'on a appelé la SMP / OMT : la garantie de liquidité pour des pays ayant une crise de légitimité. C'est très largement l'équivalent du QE américain car nous donnons ainsi deux politiques d'assurance :
  - toutes les banques européennes ont un accès garanti à la liquidité si elles le veulent et par ailleurs ont accès à un refinancement sur les marchés secondaires de dette par la BCE.
  - Assurance de liquidité pour les pays qui rencontreraient des difficultés
- On ne peut s'expliquer les taux d'intérêts très bas (le risk free\* en Europe (même pour l'Espagne) est inférieur à celui des EU) sans comprendre ces politiques
- Certes évolution des prix très faible. Mais si on regarde la politique de monitoring des coûts de production, la déflation peut être utile pour certains pays qui doivent regagner en compétitivité (Irlande, Grèce, Portugal...). Ce qui est problème pour l'ensemble de l'Europe peut être favorable à certains pays.
- Conclusions :
  - Nous avons une convergence conceptuelle très forte au niveau des BC des grands pays avancés sur l'objectif des 2%. Ce n'était pas le cas de 2007 à 2011.
  - Les pays avancés ont toujours des problèmes structurels très importants. Même aux EU, où l'on parle de stagnation séculaire. La politique monétaire ne peut tout régler.

\* déf donnée à 1h07 min de la conférence. Les obligations d'Etat sans risque

## *Questions :*

**1** - la Banque Centrale aurait-elle dû ou pu faire plus (lorsque JC Trichet la présidait) ?

**JCT** : La banque centrale a donné des liquidités illimitées à taux fixe dès 2007 ; est intervenue sur les marchés secondaires de dette pour les pays qui étaient en situation de stress ; Intervention sur les marchés de dettes privées par rachat d'obligations. C'était nécessaire et indispensable. En même tps les BC doivent envoyer des messages très forts pour que d'autres transformations se fassent.

**2** - Si l'Europe était un Etat fédéral, est-ce que cela se passerait différemment ?

**ABQ** : Il n'y aurait pas tous ces débats car un budget fédéral permettrait d'avoir un impôt fédéral garantissant une dette fédérale. Les titres de dette publique éventuellement achetés par la BCE sont garantis par des budgets nationaux et des difficultés pour rembourser d'un pays peuvent se traduire par une perte pour la BCE et donc pour ses actionnaires qui sont tous les Etats. Ce sera de facto un transfert sans validation démocratique. Les Eurobonds supposent donc d'accepter un grand pas fédéral que tous ne sont pas prêts à faire.

**3** - Objectif des 2 % en question : inflation inférieur mais proche de 2%, on n'y arrive pas en Europe ; Comment faire ? Est-ce vraiment la cible de la BCE ? Peut-on aller au-delà ? Pourquoi est-ce si différent de lutter contre l'inflation et contre la déflation

**JCT** : On n'a pas tous tout à fait la même cible. Mais résultat, sur les 16 premières années, donc sur LT, on y est parvenu. Inflation autour de 2%. Correspond à un sentiment profond empirique qu'il serait dangereux de se fixer un objectif inférieur (déflation est un réel problème) et qu'un objectif bien plus

élevé (ex 4%) aurait le risque de créer la destabilisation des anticipations aboutissant à la modification des taux d'intérêts par exemple.

Le problème de la zone est que certains pays ont besoin d'une inflation très faible car avaient perdu en compétitivité, mais d'autres pays (comme l'Allemagne) qui ont des excédents de balance des paiements courants et donc plus de marge de manœuvre, devraient pouvoir retrouver les taux qu'ils avaient avant la création de l'Euro en activant leur demande interne. La zone euro serait alors plus proche du taux moyen de 2%. Ce qui montre que la BCE est forcément limitée : l'environnement monétaire et financier est déjà extrêmement accommodant et il ne le sera pas beaucoup plus. Ne pas oublier que la BCE donne déjà une politique d'assurance en termes de liquidité qui a une grande efficacité sous-estimée. Là où elle peut faire plus (et a promis) c'est dans la sécurisation des titres privés (asset-backed security), sur les bons émis par les entreprises non financières privées. Moyen d'activer la désintermédiation financière, élément qui nous différencie des Etats-Unis. La BCE doit activer le financement par le marché, elle est en train de le faire.

**XR** : Ce qui surdétermine la politique monétaire c'est que dans les 10 années passées jamais une zone monétaire n'a divergé comme la zone euro. All sous-évaluée de 20% par rapport à la France, de 50% par rapport à la Grèce car divergence de salaires et prix (à la hausse en Grèce et à la baisse en All). Jamais une Union monétaire n'a connu de telles hétérogénéités. Situation inédite. Pour sauver l'euro, il faudra faire en sorte que les prix allemands augmentent durablement, bcp plus rapidement que les prix grecs, espagnols, italiens. Comme cela demande des transferts colossaux entre pays, qu'il y a un blocage politique, qu'il y a de tels enjeux de répartitions pour réajuster les prix, cela prendra du temps. On a un problème de demande sur le marché européen en raison de ces divergences.

**NV** : A propos politiques actuelles de la BCE qui s'engagent sur l'achat émis par le secteur privé : Débat quant au risque que cela entraîne. La BCE ne doit pas être un hedge funds. Si la BCE arrive en achetant massivement des asset-backed security mais aussi des instruments qui n'existent pas encore sur des activités risquées (sur des entreprises innovantes, pour financer la transition carbone) à définir un objectif de croissance à long terme alors la BC aura toute sa place car c'est un des seuls acteurs à pouvoir porter le risque.

**4** - Pourquoi ne pas donner directement la monnaie créée aux ménages ?

**FP** : Milton Friedman l'a envisagé comme expérience mentale, pédagogique. Au temps où trésor public et BC étaient liés on faisait cela, avec des résultats catastrophiques (Zimbabwe).

**5** - Et l'avenir du progrès social dans tout cela (thème des JECO 2014)

**JCT** : Croissance et création d'emploi, élimination du chômage de masse, c'est ce que recherchent toutes les BC. Ce n'est pas facile. Pb qui ressort de nos propres démocraties politiques. Il faut privilégier les chômeurs, mais l'intérêt des chômeurs ne coïncide pas toujours avec ceux qui ont un emploi. Il y a un arbitrage qui se fait. Pour expliquer que la France et l'All aient été sur une même ligne de départ à la création de l'euro, (excédent transaction courante pour la France, déficit en All, taux chômage à peu près identiques) et qu'elles soient dans une situation opposée aujourd'hui : chô de masse réglé en All, pas en France, il faut prendre en compte la différence de l'évolution des coûts unitaires de production (salaires et progrès de productivité) qui représente environ 17% de plus chez nous sur la période. L'arbitrage des allemands s'est fait pour ceux qui n'avaient pas de boulot contre ceux qui en avaient un. Nous avons fait le choix inverse. Si nous voulons création d'emploi et croissance il faut pratiquer une modération des coûts aussi attentive que celle pratiquée dans les années 80 avec la désinflation compétitive. Il faut retrouver le consensus d'alors.

**ABQ** : La BC a un impact social direct si l'on retient que l'inflation est une taxe sur les pauvres qui ne peuvent se protéger des hausses des prix, et que d'un autre côté la déflation met en difficulté les ménages endettés à taux fixe. En gérant le taux d'inflation la BC a un impact social.