

La FED et la BCE à la croisée des chemins

Par Pierre JAILLET

Chief Representative for the Americas, Banque de France

Contact : pierre.jaillet@banque-france.fr et nyoffice@banque-france.fr

Les grandes économies développées ont plongé ensemble dans la crise en 2008. Elles en émergent en ordre dispersé. Paradoxalement, le découplage macroéconomique croissant entre les États-Unis et la zone euro ne se reflète pas encore dans les politiques monétaires de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque Centrale Européenne (BCE), qui restent assez similaires. Au début de cette année 2015, les deux banques centrales sont cependant soumises à des pressions de sens contraires : la Fed pour engager un processus graduel de normalisation de ses taux directeurs vers un niveau plus compatible avec une reprise économique jugée désormais robuste, et la BCE pour renforcer son action par de nouvelles mesures visant à stimuler une reprise poussive et à prévenir le risque de désancrage des anticipations d'inflation. Cependant, à plus long terme, les banques centrales seront confrontées aux mêmes défis.

Le découplage macroéconomique entre les États-Unis et la zone euro

Alors que la zone euro peine à réenclencher une dynamique de croissance, les États-Unis sont, quant à eux, bel et bien sortis de la « grande récession ». Entre 2009 et 2014, le taux de croissance moyen du PIB y dépasse 2,5 %, soit à peine moins qu'entre 2002 et 2007 (2,9 %). Le Royaume-Uni suit, comme toujours, d'assez près le cycle américain. Le Japon est sous perfusion monétaire et budgétaire depuis un quart de siècle (les « *Abenomics* » en sont l'ultime avatar). Le fait marquant est bien le découplage entre les États-Unis et la zone euro, au-delà des décalages cycliques habituels entre ces deux zones. Il s'accroît de façon spectaculaire depuis 2011, au vu des variables réelles : PIB, investissement et taux de chômage (voir les Graphiques 1, 2 et 3 de la page suivante) ; plus tardivement, s'agissant de l'inflation (voir le Graphique 4 de la page suivante).

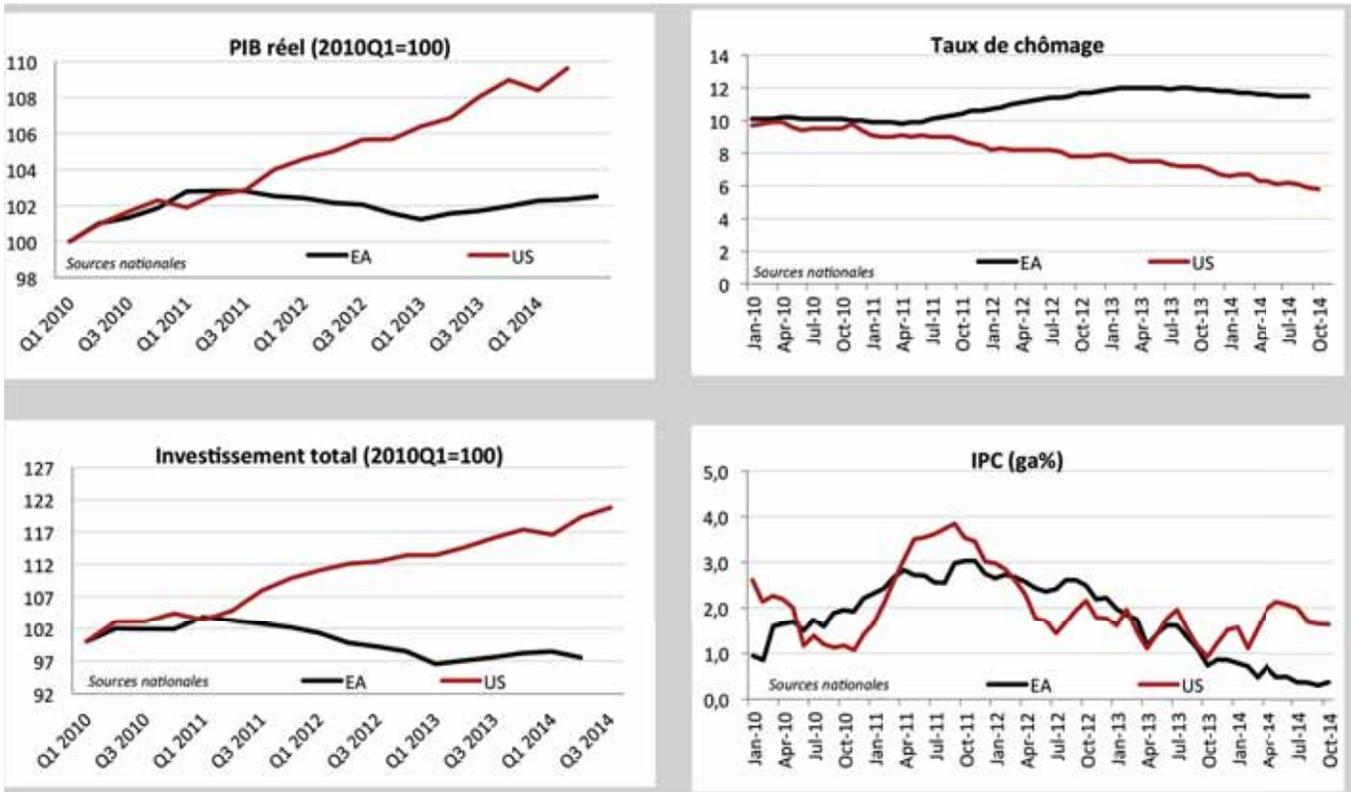
Les politiques monétaires n'ont pas (encore) divergé

La Fed a amorcé timidement son processus de normalisation à partir du début 2014 en réduisant ses achats de titres

(*tapering*) tout en confirmant son intention de geler ses taux. La BCE a abaissé les siens en septembre 2014, elle continue de refinancer les banques de façon illimitée, à taux fixe, et a lancé de nouvelles mesures non conventionnelles. Ainsi, les marchés n'ont anticipé une divergence qu'à partir du printemps 2014 (voir les Graphiques 5 et 6 de la page 19).

Pour autant, les deux banques centrales ne sont pas « à fronts renversés ». La divergence d'évolution à partir de la fin 2012 entre le bilan de la Fed, suite au lancement du programme d'achat de titres (« QE3 »), et celui de la BCE (voir les Graphiques 7 et 8 de la page 20) est à cet égard souvent mal interprétée.

Tout d'abord, le mouvement inverse s'est produit en 2012 à la suite des opérations massives de financement à très long terme (LTRO) de la BCE. En outre, la contraction récente du bilan de la BCE reflète non pas un resserrement de sa politique, mais une moindre demande de refinancement de la part des banques. Enfin, la BCE a instauré, depuis septembre 2014, un taux négatif sur les dépôts des banques pour les inciter à en faire un meilleur usage, c'est-à-dire à accorder des crédits à l'économie. On ne voit donc pas de différence marquée entre les politiques monétaires ou entre les conditions financières des deux zones (avec des taux d'intérêt réels à court terme négatifs, et à 10 ans historiquement bas). Mais le découplage macroéconomique les fait apparaître anormale-



Graphiques 1, 2, 3, et 4.

ment accommodantes aux États-Unis et bien adaptées à la reprise fragile de la zone euro.

La Fed sous pression

Aux États-Unis, les derniers indicateurs confirment la vigueur de la reprise : croissance du PIB de 5 % en rythme annuel au 4^{ème} trimestre 2014, créations d'emplois supérieures à 250 000 unités en moyenne sur les six derniers mois, taux de chômage à 5,8 % en novembre – lequel n'est plus très éloigné du seuil de 5,5 % que la Fed considère « naturel » dans le cadre de son double mandat de plein emploi et de stabilité des prix. À +1,7 %, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) se rapproche du seuil de référence de 2 %. La situation des banques et l'offre de crédit se normalisent, la confiance des consommateurs est au plus haut, l'investissement productif reprend et le marché du logement a été assaini. La dynamique de croissance est donc bien enclenchée et les prévisions convergent sur une trajectoire située entre 2,5 % et 3 % en 2015 et 2016 (avant prise en compte de l'effet net positif de la baisse du prix du pétrole et de la hausse du dollar).

Dans ces conditions, le maintien d'une politique ultra-accommodante (*lower for longer*) est plus délicat à justifier, cela d'autant plus que l'*output gap* se ferme (le taux d'utilisation des capacités dans l'industrie est revenu à sa moyenne de long terme) et que la baisse du taux de participation (supposée expliquer la baisse rapide du taux de chômage) est un phénomène essentiellement structurel ⁽¹⁾.

Cependant, la Fed a plaidé qu'en raison du caractère exceptionnel de la crise financière ("*This time is different*" ⁽²⁾), une politique

monétaire très stimulante se justifiait pour limiter la dégradation de l'emploi et ses effets d'hystérèse sur la croissance potentielle ⁽³⁾. Dans la même veine, des personnalités académiques influentes, comme M. Woodford ⁽⁴⁾, préconisent de maintenir des taux très bas aussi longtemps que cela sera nécessaire pour compenser la phase où ils ont été contraints par la limite du taux zéro, et de tolérer un taux d'inflation au-dessus du seuil de référence pour compenser la période où il a été au-dessous de ce seuil (ce qui revient à cibler le niveau des prix).

Cette approche est controversée. Les institutions financières commencent à appréhender l'impact négatif d'une courbe de taux aplatie sur leurs marges (même si elles redoutent à court terme l'impact de la normalisation sur des bilans très sensibles aux hausses de taux). Les milieux académiques, dont le rôle de validation des choix de politique économique n'est pas négligeable outre-Atlantique, évoquent les effets pervers de l'écrasement des primes de terme, qui est plus propice au *risk-taking* qu'à l'investissement de long terme (J. Taylor, M. Feldstein), l'inefficacité de la politique monétaire pour traiter les problèmes structurels (A. Meltzer) et les risques d'une

(1) AARONSON (S.) & alii, "Labor force participation ; recent developments and future Prospects", FRB Staff Papers, 2014-64.

(2) Allusion à l'ouvrage célèbre de REINHART (C.) & ROGOFF (K.), Princeton University Press, 2009.

(3) ENGLISH (W.) & alii, "The Federal reserve's Framework for Monetary Policy - Recent Changes and New Questions", FRB Staff Papers, 2013-76.

(4) WOODFORD (M.), "Methods of Policy Accomodation at the Zero Lower Bound", article présenté à la Conférence de la Fed de Kansas City, Jackson Hole, septembre 2012.

« *secular stagnation* » (L. Summers) ou ses effets de redistribution (D. Acemoglu, S. Johnson).

Entre règle et discrétion

Comme la BCE, la Fed a un mandat de stabilité des prix, mais elle vise aussi le plein emploi. En situation normale, cette différence ne doit pas être surestimée : les banques centrales suivent une règle implicite du type « règle de Taylor » visant à minimiser les écarts entre l'inflation observée et l'inflation ciblée (*inflation gap*), d'une part, et la croissance effective et la croissance potentielle (*output gap*), d'autre part. À la limite du taux zéro, elles ont eu recours à des mesures non conventionnelles et ont cherché à guider les anticipations au-delà de la partie courte de la courbe des rendements. Cette *forward guidance* fixe une règle transitoire de gestion et de sortie de crise. La BCE a ainsi annoncé, en 2013, qu'elle entendait maintenir ses taux « aux niveaux actuels ou inférieurs, pour une longue période » ("*at present or lower levels for an extended period of time*"), et elle s'est engagée, fin 2014, à prendre de nouvelles mesures d'assouplissement si nécessaire. Ces mesures ont été annoncées le 22 janvier 2015 (voir *infra*).

Aux États-Unis, la *forward guidance*, qui a connu quelques avatars, suscite plus de scepticisme que d'adhésion quant à sa capacité à éclairer les anticipations (5). J. Yellen semble en avoir pris acte. À l'issue de la réunion du FOMC (6) de septembre 2014, elle a indiqué son souci de flexibilité et nié toute interprétation mécanique des projections de cet organisme ("*We don't want to be locked*"). C'était faire l'éloge de la discrétion (7). Lors de sa réunion de décembre 2014, le FOMC a encore minimisé la portée de sa formule " *for a considerable time* ", indiquant qu'il serait ("*...*) *patient in beginning to normalize the stance of monetary policy*". La Fed a repris la main.

Un processus de normalisation bien planifié

La Fed en a décrit la mécanique dans un communiqué du 17 septembre 2014 intitulé *Policy Normalization - Principles and*

Plans : a) décision de relever le corridor-cible du taux des *Fed funds (liftoff)*, b) ajustement du taux des réserves excédentaires des banques pour maintenir le taux des *Fed funds* dans ce corridor, c) mobilisation, si nécessaire, des facilités *reverse repurchase agreements* et *fixed term deposits* - déjà en place - comme instruments complémentaires de drainage de la liquidité, d) réduction graduelle des réinvestissements (en intérêt et en capital) des titres venant à échéance, e) cessions à plus long terme en fonction des nécessités de politique monétaire ("*the Fed will hold no more securities than necessary to implement monetary policy efficiently and effectively*").

La méthode est fixée, mais pas le calendrier. Le centre de gravité du FOMC, dont trois membres font dissidence, jugeant la communication trop accommodante (*dovish*) (8), le troisième l'estimant, au contraire, trop restrictive (*hawkish*) (9), semble évoluer avec Bill Dudley, Président de la Fed de New York, son membre le plus à l'écoute et le plus écouté de Wall Street, qui a récemment évoqué la possibilité d'un relèvement des taux dès la mi-2015 (10). Mais, étrangement, les marchés semblent rester sourds à ces signaux et leurs anticipations restent calées sur la fin 2015 (11).

(5) La Fed a annoncé, en décembre 2008, le maintien de taux bas "for some time", puis, en mars 2009, "for an extended period", puis elle a repoussé à trois reprises l'échéance d'un relèvement (fixée successivement à mi-2013, fin 2014 et mi-2015) avant de le conditionner, en décembre 2012, à des échéances "data dependant", en particulier à un seuil de 6,5 % pour le taux de chômage. Mais, ce dernier ayant été atteint plus vite que prévu, elle est revenue en mars 2014 à une formulation plus vague ("for a considerable time after the asset purchase program ends"). Par ailleurs, son annonce d'une réduction des achats de titres (tapering) ayant suscité de vives réactions des marchés à l'été 2013, elle a décidé d'y surseoir en septembre 2013, avant de l'amorcer en janvier 2014.

(6) Federal Open market Committee, instance souveraine et décisionnaire de la Réserve fédérale.

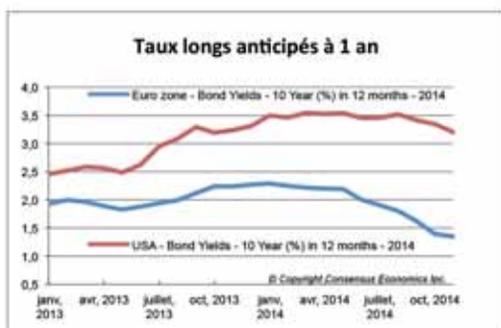
(7) Voir EISENBEIS (Bob), Is Federal Reserve forward guidance dead?, Cumberland Advisors Commentary, sept. 20, 2014. Notons que, sur le fond, la Fed n'est pas très éloignée de l'ancienne formule " We never pre-commit " de Jean-Claude Trichet.

(8) PLOSSER (C.), Fed de Philadelphie, et FISHER (R.), Fed de Dallas.

(9) KOCHERLAKOTA (N.), Fed de Minneapolis.

(10) DUDLEY (B.), The 2015 Economic Outlook and the Implications for Monetary Policy, Remarks at the Bernard Baruch College, NYC, Dec. 1, 2014 (Dudley (B.) est Président de la NYFed, qui est le bras opérationnel de la Réserve fédérale).

(11) Le Vice-président du FRB, S. Fisher, dans une interview au Wall-Street Journal, le 8 décembre 2014, remarquait : "You may say, 'How can the markets have a correct date if you don't tell them?'. En tous cas, la Fed n'est pas "behind the curve".



Graphiques 5 et 6.

© Consensus Economic Inc

L'enclenchement d'un cycle de hausse des taux laisse deux questions ouvertes : celle du taux d'intérêt d'équilibre compatible avec le potentiel de croissance des États-Unis ("How far?") et celle de la vitesse d'atteinte de ce taux ("How fast?"). Si la réponse à la première question est assez claire - le FOMC anticipe un taux des *Fed funds* de 3,75 % à long terme, soit un taux réel de l'ordre de 1,5 % cohérent avec l'hypothèse d'une croissance potentielle stabilisée autour de 2 % -, la Fed reste plus évasive sur la seconde (elle agira en fonction de la réaction des marchés et de l'évolution des données).

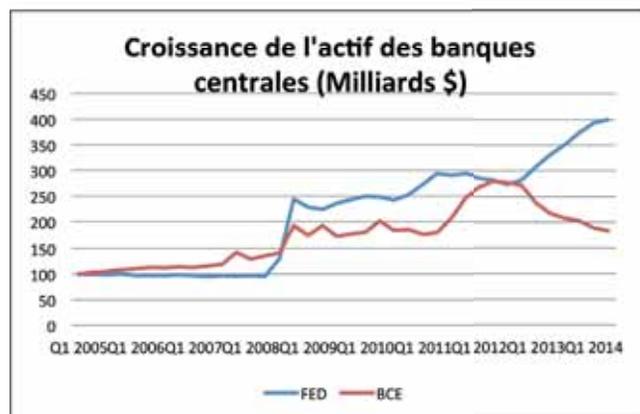
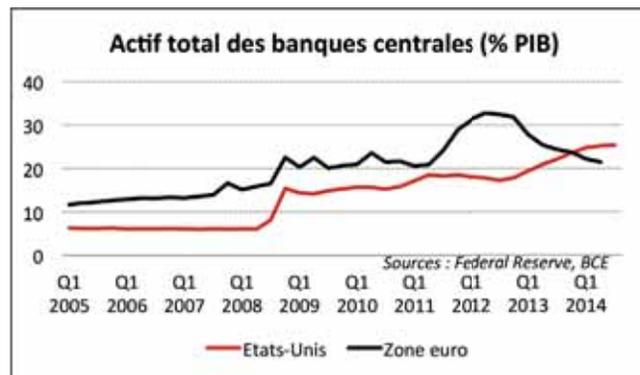
Zone euro : reprise fragile et inflation (trop) faible

La BCE n'en est pas encore là. Elle a souscrit début décembre au diagnostic consensuel d'une reprise lente (0,8 % en 2014 et 1,0 % en 2015) assortie d'un taux de chômage proche de 11 % et d'un écart de production encore significatif. Surtout, l'inflation (+0,5 % en 2014, +0,7 % en 2015) resterait sous l'objectif ("*below but close to 2 %*"), alors que l'impact de la chute du prix du pétrole n'a été que partiellement intégré. Ce choc est certes favorable à la croissance - il serait l'équivalent d'un transfert de revenus vers la zone euro de l'ordre de 200 milliards d'euros, soit 2 % du PIB -, mais il va tirer transitoirement l'indice des prix en territoire négatif. Zone à risque, car, si les anticipations paraissent encore bien ancrées à moyen terme (entre 1,7 % et 1,8 % à l'horizon de 2019, selon les indicateurs), elles suivent de (trop) près l'inflation observée à court terme. Il est donc crucial de ne pas les « valider »⁽¹²⁾.

Par ailleurs, la faible croissance nominale contraint les marges de manœuvre budgétaires de plusieurs pays de la zone et elle complique le retour de leurs dettes vers des trajectoires soutenables. En outre, l'impact des réformes structurelles visant à renforcer la croissance potentielle, dont la mise en œuvre est parsemée d'embûches, est décalé dans le temps ("*short term pains, long term gains*"). La politique monétaire se retrouve de *facto* en première ligne.

De nouvelles mesures non conventionnelles

À l'été 2014, la BCE avait déjà renforcé et élargi sa panoplie d'instruments : taux principal abaissé à 0,05 % et mise en place, au taux de 0,15%, d'opérations ciblées de refinancement à quatre ans (TLTRO) gagées sur la croissance du crédit bancaire aux entreprises, et lancement de programmes d'achat de titres (*covered bonds* et ABS) étalés sur deux ans. Il est trop tôt pour évaluer l'impact de ces mesures, même si des effets sont déjà perceptibles sur la courbe des taux et l'offre de crédit⁽¹³⁾. Ces mesures sont adaptées au contexte de la zone euro, qui diffère de celui des États-Unis à plusieurs égards : absence d'un marché unique de titres (en particulier, souverains), fragmentation spatiale des conditions de financement, prééminence du rôle des banques par rapport aux marchés (dans un rapport de 80/20, symétrique à celui



Graphiques 7 et 8.

des États-Unis), effets de richesse faibles. En outre, les taux d'intérêt sont aujourd'hui beaucoup plus bas (prix des actifs beaucoup plus haut) qu'au moment où la Fed a démarré ses programmes d'achat de titres.

La BCE a ainsi privilégié jusqu'à présent le canal du crédit, tout en jouant de l'effet de signal par sa *forward guidance* ou en allongeant ses opérations de refinancement. À l'issue du conseil des Gouverneurs du 22 janvier 2015, elle a abaissé les conditions de sa facilité TLTRO, désormais au même taux que son taux principal de refinancement, et elle a surtout annoncé le lancement d'un programme élargi d'achat de titres à l'horizon de septembre 2016, à un rythme de 60 milliards d'euros par mois (incluant les programmes d'achat de *covered bonds* et d'ABS)⁽¹⁴⁾. L'extension de son programme d'achats de titres aux marchés des dettes souveraines (et des institutions européennes), dont l'objectif affiché est de faire revenir les anticipations en ligne avec son objectif d'inflation

(12) Voir NOYER (C.), *The Power of Monetary Policy*, Paris Europlace Financial Forum, Tokyo, 25 novembre 2014.

(13) Voir les enquêtes Bank Lending Surveys conduites dans l'Eurosy-tème.

(14) Voir "Introductory statement to the press conference", 22 janvier 2015.

(15) Voir PRAET (P.), "Current Issues in Monetary Policy", discours au PIIE, Washington DC, 9 décembre 2014.

Praet (P) analyse les canaux par lesquels ces nouvelles mesures pourraient transiter. Il clarifie aussi leur impact quantitatif : "(...) Asset purchases are not an end in themselves. They are not a target of monetary policy. They are an instrument of policy. They are an instrument of policy. Notons que la Fed, tout en calibrant ses achats en fonction de la taille des marchés et de l'impact qu'elle en escomptait, n'a jamais fixé de cible pour le total de son bilan.

“*below, but close to 2%*” à moyen terme installe à certains égards la BCE en *terra incognita* ⁽¹⁵⁾ du fait de la complexité des canaux mobilisés par les outils quantitatifs de la politique monétaire. Les modalités d'intervention de la BCE se rapprochent ainsi désormais de celles de la Fed, mais aussi de celles de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon.

Après la crise : des défis communs à relever

Réunies hier dans les crises, déconnectées aujourd'hui, en sortie de crise, la Fed et la BCE, comme toutes les banques centrales, seront demain confrontées aux mêmes interrogations ⁽¹⁶⁾. Elles portent notamment :

- sur la définition des politiques d'objectifs dans un univers de croissance potentielle et d'inflation (plus) faibles impliquant un taux d'intérêt « naturel » plus bas qu'avant la crise ⁽¹⁷⁾ (mais aussi des taux réels plus élevés qu'aujourd'hui, où ils sont négatifs). Un point plus controversé a trait au calibrage des cibles d'inflation, que certains proposent de réviser ⁽¹⁸⁾. Cette proposition est encore à ce jour réfutée avec trois arguments forts : en premier lieu, le seuil de référence de 2 % fournit un *buffer* permettant de pratiquer des taux réels négatifs sans toucher la limite du taux zéro. Ensuite, pourquoi lever l'ancre, alors qu'il est crucial de stabiliser le point d'ancrage ? Enfin, la cible de 2 % étant la seule variable de politique monétaire commune aux principales banques centrales, elle constitue un référent utile de coopération internationale ⁽¹⁹⁾.

- sur l'articulation de leur mission de politique monétaire avec leur mission de politique de stabilité financière. Les banques centrales devront-elles (davantage) prévenir les déséquilibres financiers et l'essor de « bulles » sur les prix d'actifs (“*Leaning versus cleaning*”) ⁽²⁰⁾ ? Comment concilier au mieux leurs responsabilités accrues de supervision et de résolution des crises bancaires avec leurs objectifs monétaires ? Ces questions se posent aujourd'hui dans le cadre de la politique « macro-prudentielle » qui vise à mettre en cohérence les actions (et les nombreux acteurs) qui concourent à la stabilité financière. Ce cadre doit encore être précisé sur les plans conceptuel et opérationnel. Les banques centrales devraient y assumer leur rôle de leader naturel, ce qui justifiera probablement une interprétation élargie de leur mandat.

- sur la communication, enfin. Il est loin le temps où Montagu Norman ⁽²¹⁾ déclarait : “*Never explain, never excuse*”. Un peu

moins lointain est celui où Alan Greenspan assumait tranquillement l'opacité de ses messages ⁽²²⁾, et encore moins celui où J.C Trichet rétorquait à des journalistes trop curieux : “*We never pre-commit*”. À la limite du taux zéro, les banques centrales ont délivré des signaux explicites sur l'avenir de leurs taux directeurs ou sur celui de leurs mesures non conventionnelles (voir *supra*). L'expérience récente aux États-Unis suggère que cette *forward guidance*, dans la phase très incertaine de sortie de crise, impose des changements de cap qui sont de nature à dérouter l'opinion ou les marchés. Le défi est de concilier flexibilité (face à une conjoncture capricieuse), crédibilité (pour ancrer efficacement les anticipations) et l'*accountability* indispensable vis-à-vis des mandants et de l'opinion publique.

Faudra-t-il, enfin, rétablir une communication plus « conservatrice », une fois levée la contrainte du taux zéro et rétablies les règles de gestion usuelle des politiques monétaires ?

La Fed semble avoir implicitement répondu par l'affirmative. Il semble encore trop tôt pour la BCE de le faire à son tour.

(16) Voir, sur ce vaste sujet, le n°113 de la Revue d'Économie Financière consacré au thème : « Les Banques centrales - Crises et Défis », mars 2014.

(17) La thèse d'une secular stagnation popularisée par Summers (L.) et argumentée par Gordon (R.) n'est toutefois pas consensuelle en raison (surtout) de divergences sur l'impact de l'essor des TIC sur la productivité. Les projections des membres du FMOC s'inscrivent encore dans une fourchette de 1,8 à 2,6 %. Pour la zone euro, les estimations convergent un peu en-dessous de 1 %.

(18) Voir, par exemple, ELSE (M.), The Upside of Europe's Ebbing Inflation, WSJ, Dec.2, 2014. Rappelons qu'à l'inverse, le FMI avait suggéré en 2008 de réviser ces cibles d'inflation de 2 à 4 % pour desserrer les contraintes monétaires.

(19) Voir, sur ce thème, COEURÉ (B.), The global and european aspects of policy coordination, Global Research Forum on International Macroeconomics and finance, Washington DC, 14 November 2014.

(20) BORIO (C.), “Monetary Policy and Financial Stability: what role in prevention and recovery?”, BIS Working Papers, n°440, January 2014.

(21) Gouverneur de la banque d'Angleterre de 1920 à 1944.

(22) “If I turn out to be particularly clear, you've probably misunderstood what I've said” (« Si c'est clair pour vous, c'est que vous m'avez sans doute mal compris »).