

Politique monétaire : quels outils pour les nouvelles actions de la BCE?**Par Carole Ulmer**

Le groupe Crise de Confrontations Europe s'est réuni en juin pour faire le point sur les outils utilisés par la politique monétaire. La hausse des prix a encore ralenti, cette situation conduit encore à repousser les investissements. Le professeur Michel Aglietta du CEPII analyse les tenants et aboutissants du désendettement actuel et Philippine Cour de la BCE présente le cadre général des outils de politique monétaire durant la crise.¹

Changement de cap à la BCE ces derniers mois

Pour faire face aux risques d'une période trop prolongée de faible inflation, la BCE a pris des mesures décisives les 5 juin et 4 septembre derniers.

Premièrement, la BCE a **réduit ses principaux taux directeurs**. Le taux d'intérêt de ses opérations principales de refinancement a été abaissé à 0,05% et le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est passé sous la barre du zéro, à -0,2%. La BCE a aussi réaffirmé sa « **forward guidance** ». « Les taux d'intérêts resteront bas longtemps » a indiqué M. Draghi.

La BCE a également décidé d'autres mesures concernant l'injection de liquidité. En particulier, en soutien au crédit aux ménages et aux entreprises non financières, la BCE entend mener des injections ciblées d'une maturité inédite de 4 ans. Deux opérations seront ainsi menées en septembre et en décembre 2014 : les banques pourront emprunter à la BCE, à hauteur de 7% de l'ensemble des prêts aux entreprises non financières, hors prêts hypothécaires. D'autres opérations auront lieu en 2015 et 2016. La capacité totale de l'opération s'élève à 400 milliards d'euros.

Enfin, le 4 septembre, la BCE a annoncé un **programme d'achat** de titres adossés à des actifs (*asset-backed securities* – ABS), ces actifs étant des créances vis-à-vis du secteur privé non financier de la zone euro, ainsi qu'un nouveau **programme d'achat d'obligations sécurisées**. Les interventions au titre de ces programmes débuteront cet octobre.

« **En avons-nous fini ? Non** », a clairement confirmé le Président Draghi, précisant qu'au besoin, dans le cadre de son mandat, l'institution était prête à utiliser des instruments non conventionnels supplémentaires pour atteindre son objectif de stabilité des prix. Les programmes d'achat entendent soutenir l'offre de crédit à l'économie. Il s'agit plutôt de 'credit easing', mais le 'quantitative easing' par lequel la banque centrale utilise une expansion de son bilan pour soutenir l'activité et les prix ne serait pas loin ?

Outre l'usage traditionnel de l'outil du taux d'intérêt, deux autres instruments sont au cœur de la politique monétaire : l'usage du bilan de la Banque Centrale (BC) et la communication. Jusqu'alors pour la BCE, le taux d'intérêt est utilisé comme signal, tandis que le bilan permet la transmission de ce signal à l'économie.

Dans le contexte actuel de sortie de crise et de faible inflation, le taux d'inflation glisse vers le bas depuis octobre 2013, tout comme le taux d'intérêt de long terme ; la croissance est non seulement faible mais erratique et la croissance de l'investissement demeure négative. Cette « sortie de crise »

¹ Les propos relatés sont ceux des auteurs et ne représentent pas nécessairement les vues de leurs institutions.

est atypique au regard des cycles économiques : on devrait avoir une forte reprise dopée par les capacités de production inutilisées à disposition et un fort besoin d'investir, mais ce n'est pas le cas. Loin du scénario envisagé par les autorités françaises actuelles qui parie sur un rattrapage de *l'output gap* (écart de production entre le PIB observé et le PIB potentiel), il semble a contrario que l'on risque d'avoir un PIB potentiel tiré vers le bas, vers le PIB observé. Autrement dit, la **détérioration de la demande contamine les facteurs d'offre et le PIB potentiel s'étouffe**. Le désendettement de l'économie domine aujourd'hui notre macroéconomie. La question est de **savoir si cette déflation de la dette va se transmettre à une déflation de prix**. L'investissement productif des entreprises ne repart pas. Est-ce une **mutation** de notre système productif liée à l'innovation schumpétérienne de destruction-créatrice **ou une attrition** du système productif ? Pour le savoir, il faudrait deux éléments d'analyse selon l'économiste Michel Aglietta : « le taux de défaillances d'entreprises en % du total des entreprises et le taux de création des start-ups de moins d'un an. Nous ne disposons pas du second élément ». Les entreprises se trouvent en situation de **désendettement contraint mais freiné par les conditions économiques** : pour se désendetter il faut que les profits croissent. Or, dans une situation où la demande est insuffisante, la croissance des revenus est trop faible avec en même temps des taux d'intérêt et d'inflation en baisse. Dès lors, il est possible que la dette réelle augmente ! D'où le risque d'un mécanisme qui s'auto-entretient et pousse à la déflation. **Nous n'y sommes pas, mais les banques centrales s'en inquiètent**.

Michel Aglietta se fonde sur la **théorie de Wicksell du taux d'intérêt naturel** c'est-à-dire du rendement marginal de l'épargne prêtée lorsque l'économie est en croissance équilibrée de plein emploi. Aujourd'hui, en raison de l'ampleur des pertes dans le système financier et de l'insuffisant assainissement des bilans de ces dernières, le taux naturel est négatif : malgré un coût de financement bas (bas taux d'intérêt), le rendement marginal du capital investi est encore plus bas. Sa remontée passe par l'absorption des pertes et la recapitalisation des banques et il faudrait un taux d'intérêt réel négatif. En effet, le taux quasi nul qu'on a ne suffit pas, nous sommes prisonniers de la trappe à liquidités ; l'inflation est trop basse pour permettre une reprise solide de l'investissement. Dans une telle situation, la BCE ne peut pas tout faire mais elle peut jouer son rôle pour faire remonter l'inflation. Michel Aglietta suggère en appui, une révision temporaire de l'objectif de la banque centrale, visant le rattrapage rapide du **niveau des prix** que l'on aurait eu si l'inflation n'avait pas baissé. Ce qu'il faudrait en plus, nous dit Michel Aglietta, « c'est **un emprunteur en dernier ressort** - acteur public par définition - qui emprunte pour investir pour relancer la dynamique ». Certains acteurs, comme Franco Bassanini, suggère l'usage d'opérations de refinancement à très long terme pour faciliter l'investissement dans des infrastructures d'intérêt public européen, financement qui devrait selon Michel Aglietta, être amorcé par une création monétaire.

Outre la politique de taux, **les banques centrales disposent également de l'outil de leur bilan**, utilisé notamment pour agir sur les canaux de transmission (verticale, entre taux d'intérêt directeurs de la politique monétaire et taux d'intérêt dans l'économie, et horizontale, dans l'ensemble des pays de la zone euro). Durant la crise, toutes les grandes banques centrales du monde ont augmenté leur bilan : la BCE a allongé la durée de ses approvisionnements en liquidités (d'une semaine à 1 an puis à 3 et 4 ans) prenant là à sa charge une **part inédite de la fonction d'intermédiation** du marché. Dans un monde où tous les acteurs économiques sont poussés à se désendetter (ménages, entreprises non financières, acteurs financiers, gouvernements), c'est-à-dire à épargner ou à vendre leurs actifs, il y a un risque de baisse des prix. La Banque centrale a donc agi en utilisant son **bilan comme backstop**

en dernier ressort. Depuis mi-2012 toutefois, le bilan de l'Eurosystème est de nouveau en contraction. La lecture du bilan de la BCE peut dès lors sembler inquiétante car pro-cyclique. Cependant, cette contraction résulte en grande partie du dénouement d'opérations antérieures qui, elles, avaient compensé un désendettement généralisé, tandis que certaines mesures ont des effets accommodants alors qu'elles n'accroissent pas, ou pas encore, la taille du bilan. C'est le cas des achats potentiels de titres sous conditions dans le cadre des Opérations Monétaires sur titres (OMT), et du prolongement du mode d'injection de liquidité où l'intégralité des soumissions est servie lors des appels d'offres à taux fixe. De plus, la contraction du bilan global de l'Eurosystème cache une situation bien hétérogène au sein des banques centrales nationales de la zone euro.

En effet, l'hétérogénéité est grande : certaines banques de pays « du nord » tels que l'Allemagne, la Finlande, le Luxembourg, ont des surplus de liquidités qu'elles redéposent à leur banque centrale, tandis que les banques de pays en difficultés (Grèce, Portugal, Espagne, Italie...) empruntent les liquidités auprès de leurs banques centrales. La **fragmentation dans la zone euro est grande** : avec la crise, les liquidités sont « parquées » à certains endroits et n'en sortent pas. Depuis mi-2012, **l'effet se réduit**, l'excédent de liquidités dans les pays « du nord » est passé de 1100 à 600 milliards de dollars mais on est loin du compte. Que s'est-il passé ? La BCE a assoupli les conditions d'approvisionnement des banques en liquidités. Les banques des pays en difficulté ont pu rembourser les prêts contractés antérieurement aux banques allemandes par exemple. Mais in fine, **le risque privé** de prêts qu'avaient pris ces banques allemandes avant la crise **a été transféré à la Banque centrale**. Malheureusement, « les perspectives d'Union bancaire ne devraient pas mettre fin à ces effets d'agglomération : au contraire, il existe un vrai risque d'attrition à long terme du secteur bancaire national des pays périphériques, ce qui est problématique pour l'économie réelle » selon Philippine Cour.² En observant la **distribution des liquidités** au sein de la zone euro, on constate que le tiers des liquidités injectées initialement par l'Eurosystème se retrouve en Allemagne. Avant même de s'interroger sur les questions de redistribution (budget zone euro par exemple), il faudrait se concentrer sur la distribution des liquidités.

Le frein global à l'investissement s'observe en regardant en quoi les banques ont investi : on constate une contraction des prêts aux entreprises et aux ménages et un basculement vers les prêts aux souverains. Les réglementations et dispositions prudentielles portent aussi une part de responsabilité dans ce mouvement : la BCE prend des collatéraux en fonction de la valeur de marché avec une décote sur le risque, or le risque souverain est jugé moins élevé que le risque d'entreprise. Philippine Cour soutient l'idée d'un **développement de considérations plus macroéconomiques et intertemporelles** dans règles prudentielles afin d'éviter l'attrition envers les entreprises, notamment les PME : « à ne pas prendre de risques sur les entreprises, on crée finalement plus de risques ». On pourrait imaginer dans ce contexte le développement de la **titrification** (avec le problème qu'elle risque de se développer avant tout sur les produits les plus standardisés – prêts à la consommation...- et donc moins directement intéressants pour le financement des PME) ou encore la prise en considération, par exemple comme collatéraux, **d'effets de commerce** (créances interentreprises entre client et fournisseur). Les effets de commerce concernent particulièrement les PME et ont d'ailleurs été historiquement l'instrument de prédilection des banques centrales.

² Voir en particulier P. Cour-Thimann (2013), "Monetary policy and redistribution: information from the central bank balance sheets in the Euro area and the US", *Review of Economics*, Vol.64(3), p. 293-324.