**JECO 2014**

**Aux limites des politiques monétaires**

*Compte rendu réalisé par Nancy Fabre et Evelyne Lagaune-Tabikh*

**Intervenants :**

* Agnès Bénassy-Quéré (Professeur, École d’économie de Paris, Paris I, Présidente-déléguée du Conseil d’analyse économique)
* Frank Portier (Professeur d’économie, Toulouse I)
* JC Trichet (ancien président de la BCE, Président du conseil d'administration de l'institut Bruegel, et président du groupe des trente)
* Xavier Ragot (président de l'OFCE, chercheur au CNRS, associé à la Paris School of Economics)
* François Velde (Economiste, Banque de Réserve Fédérale de Chicago)
* Natacha Valla (Directeur adjoint du Cepii)

**Modérateur :** J.-M. Vitorri, Les Échos

**Première partie : interventions des participants**

**Frank Portier**: Banques centrales ont trois rôles : fournissent de la liquidité à COURT TERME, contrôlent syst bancaire et font de la politique monétaire.

* Liquidités à COURT TERME est indispensable pour éviter les gels de marché par asphyxie financière (*market freeze*). C’est du très court terme
* Contrôler le système bancaire (politique macroprudentielle) compliqué à faire, mais source de réflexion. Aujourd’hui il peut être centralisé par banques centrales ou géré par les Etats,
* Politique monétaire = décider de la quantité de monnaie dans l’économie.

Pour lui, c’est essentiellement de la taxation (*zero lower bound* = barrière à taux zéro, dettes souveraines).

Rappel historique sur les monnaies marchandises dont le % en matériaux précieux diminue progressivement. Depuis la fin étalon-or (1971), on en contrôle l’émission pour stabiliser le NGP. Objectif d’activité et d’emploi plus ou moins explicite selon les Banques centrales. On ne peut pas relancer l’économie en ne passant pas à des taux nominaux négatifs (la baisse des taux nominaux = fiscalité redistributive) ; de même les dettes souveraines donneront lieu à une taxation à plus ou moins LT 🡪 *politique monétaire = taxation pour FP*.

**Agnès Bénassy-Quéré**: Intervention qui porte sur la période récente et la zone €.

D’où venons-nous ? Maastricht = idée claire politique monétaire et politique budgétaire (Basée sur la règle de Tinbergen pour les politiques économiques : 1 instrument=1 objectif) donc :

* Pour la politique monétaire : Taux d’intérêt de COURT TERME et inflation faible 2% en moyenne dans la zone €
* Pour la politique budgétaire = solde budgétaire et plein-emploi par pays (et non pas sur la zone) Pas de monétisation du déficit (car il s’agit d’une contrainte de la politique monétaire) et discipline budgétaire.

Mais le problème c’est que les choses se sont effritées : inflation très basse depuis avril 2013 (< 1,3%) avec des prévisions qui restent basses, y compris à horizon 2019. La capacité de la BCE de réduire inflation s’effrite 🡪 Besoin d’autres instruments et donc d’un assouplissement. De plus, la politique budgétaire est devenue pro-cyclique (hausse chômage) 🡪 aggrave le constat.

La crise a fait émerger un autre objectif = stabilité financière en raison des prises de risques du système financier 🡪 politique macro-prudentielle (action au niveau global et non banque par banque) pour doter cet objectif d’un instrument. Mais, on peut émettre des doutes sur l’efficacité de cette politique en raison du délai de réponse et des expériences internationales qui ne sont pas concluantes.

Une question se pose donc : peut-on séparer objectif inflation et celui de stabilité (= est-ce compatible car des taux bas 🡪 risque financier accru). Cela suppose un assouplissement : la Banque centrale prête aux banques (création de monnaie en élastique) ce qui est différent de la prise de titres dans son bilan. L’achat des titres sûrs oblige les autres à acheter les titres moins sûrs, ce qui permet de financer des projets plus risqués. Cet assouplissement présente des risques :

* sur le bilan de la BCE (obligation de se recapitaliser au fil du temps ce qui fera des recettes en moins pour les Etats)
* risque d’enfreindre le traité (*QE quantitative easing* = mutualisation de dettes hors du contrôle du parlement européen)
* risque dominance budgétaire car les Etats pourraient adopter des comportements non coopératifs (accroître leurs déficits) et donc obliger la BCE à les soutenir.

Tout cela vient essentiellement d’un désaccord sur les objectifs (désaccord France Allemagne) et d’un fonctionnement non fédéral 🡪 la contrainte politique est la plus forte.

**Natacha Valla**: Intervention qui porte sur l’environnement macroéconomique et qui veut montrer la nécessité d’aller plus loin dans l’action des Banques centrales et des politiques monétaires (*un diaporama qui complète l’intervention est disponible sur le site des Jeco*)

* Aux Etats-Unis, la FED a mis un terme au QE avec un protocole annoncé à l’avance et respecté par Janet Yellen.
* Dans la Zone € le contexte est différent. Les anticipations d’inflation commencent à être orientées vers le bas 🡪 motif à agir plus.
* Autre problème de la zone € : la question du *policy mix* entre la BCE et les Etats. Mario Draghi disait cet été qu’il avait besoin que les gouvernements suivent pour pouvoir lui laisser davantage de moyens d’actions 🡪 cf intervention ABQ
* Autre limite = la transmission de la politique monétaire. Ainsi le mode de financement de l’économie joue : celle à financement de marché (EU) repartent plus vite après le point bas que celles à financement par les banques (Zone €). Natacha Valla doute de la réelle efficacité de l’achat de dettes souveraines pour relancer l’activité économique.
* Question du prêteur en dernier ressort : depuis le quasi achèvement de l’union bancaire et la BCE comme superviseur, il faut revenir à un traitement plus raisonnable des banques et ne plus les soutenir les yeux fermés. La politique non conventionnelle fonctionne ; le BCE peut devenir le porteur de risque en dernier ressort.

**Xavier Ragot**: Intervention qui porte sur les limites de l’action de la BCE.

Quelles limites faut-il dépasser pour que la BCE atteigne son mandat de 2% d’inflation ? Aujourd’hui, le mandat de 2% de moyen terme n’est pas atteint. On en est loin car la demande est trop faible (c’est elle aujourd’hui qui détermine le niveau des prix et donc le *NAIRU* et *l’output gap*). *L’output gap* c’est le manque de clients = c’est lui qui explique la dynamique de l’inflation. La BCE ne peut pas contrôler l’inflation car celle-ci dépend de la demande et donc des politiques budgétaires des Etats.

Comment stimuler la demande agrégée de la zone € ? La FED a mis en place le QE (cf. ABQ et NV), ce qui a permis une modification des anticipations du fait de l’effet de signal et a contribué à une augmentation des prix d’actifs et a généré un effet richesse (et donc hausse demande sur le marché des biens ; mais cela fonctionne mieux aux EU que dans la Zone €). Et pour l’Europe ? Ralentir la consolidation budgétaire, racheter le passif des états s’ils s'engagent à arrêter consolidation budgétaire pour soutenir la demande (= maximiser et clairement identifier les canaux de la demande agrégée).

**François Velde**: Présentation de l’action de la FED

Les EU ont commencé par l’union fiscale (200 ans), puis union monétaire puis seulement plus tard la FED en 1913 (réserve fédérale). La FED choisit de préserver l’étalon or au détriment du système bancaire en 1929. Plus tard, M. Friedman lui a reproché cette erreur.

La FED est une création du congrès = indépendance de coutume davantage que de droit contrairement à la BCE 🡪 joue sur ses marges de manœuvres effectives et sur sa culture. Depuis 1970, la FED possède un double mandat de stabilité des prix et de taux de chômage qui doit être le plus faible possible. Face à la crise, la FED a mis en place du QE (hausse massive du bilan de la Banque centrale). Mais c’était juste un changement d’échelle pas un nouvel instrument. De plus, elle a procédé à l’achat de titres privés (qui est devenu un achat sans plafond pendant un temps) et au *foward guidance* (gestion prospective des taux) c’est-à-dire annonce à l’avance de ce que la FED fera.

Ces dernières années la politique fiscale est devenue pro-cyclique et la FED a continué son QE. Aujourd’hui, le QE est fini, les taux vont remonter.

**Jean-Claude Trichet**: Rappelle que la Banque centrale et les Etats nous ont évité la catastrophe lors de la crise de 2007-8 qu’il qualifie de « crise mondiale de tous les pays avancés ». Il reprend la question d’une monnaie unique dans une entité qui n’est pas fédérale : cela veut dire que les autres politiques nationales ne doivent pas être identiques, mais doivent être adaptées. La BCE a racheté les signatures des 5 pays en situation gravissime (Italie, Grèce Irlande, Espagne et Portugal). Ces pays se sont trouvés dans la crise des risques souverains après crise, ils n'avaient pas d'autre choix que de s'ajuster : le débat austérité ou non ne se posait pas, il n'y avait pas de choix.

Pour JCT, cette intervention de la BCE est l’équivalent du QE à l’américaine car l’Europe a délivré 2 polices d’assurances :

* les Banques ont un accès à la liquidité (accès si elles le veulent, sans limite si elles montrent qu’elles en ont besoin) – spécificité européenne- et
* pour les pays en difficulté qui pourraient être refinancés sur les marches secondaires de dette par la BCE.

Remarques :

* Espagne, France empruntent aujourd’hui sur les marchés à des taux inférieurs à celui des EU. La déflation est un sérieux problème au niveau de la zone mais pas pour un pays qui a perdu trop de compétitivité par rapport à la moyenne de la zone € car cela lui facilite les choses pour regagner en compétitivité.
* On observe une convergence conceptuelle forte au niveau des Banques centrales : le seuil de 2% d’inflation est consensuel pour toutes monnaies de DTS depuis que les EU l’ont validé en 2012 et le Japon en 2013.
* Les pays avancés ont toujours des problèmes structurels importants : comment expliquer que les politiques conventionnelles et non conventionnelles n’aient pas vraiment des effets sur croissance et création d’emploi (stagnation séculaire). A élucider pour savoir quelles réformes structurelles mettre en œuvre et soutenir les Banques centrales dans leur action car elles n’y arriveront pas seules 🡪 mettre en place des politiques structurelles très ambitieuses.

**Deuxième partie : réponses aux questions de l’auditoire**

*Pour JCT, est-ce que vous auriez pu faire davantage quand vous dirigiez BCE ?*

La BCE n’a pas été inactive : elle a pratiqué des taux très faibles, a racheté de la dette publique et a procédé à des interventions sur les marchés de dette privés (*covered bounds*). Les banques centrales ont fait beaucoup mais elles doivent aussi envoyer des messages au secteur privé et public, s'ils ne font rien

*Pour ABQ, quelle différence si l’Europe était un état fédéral ?*

Il y aurait un budget fédéral et un impôt fédéral qui pourraient garantir une dette fédérale 🡪 cette absence impose à la BCE lorsqu’elle veut augmenter son bilan d’acheter des titres de dettes publiques = des paniers de dettes) qui sont garantis par des budgets nationaux et non européens. Si un Etat fait défaut cela va peser sur tous sans qu’il y ait eu au départ un contrôle démocratique, d’où les réticences de l’Allemagne. L’eurobond est un instrument utile qui suppose un pas fédéral qui ne semble pas encore mûr.

*Pour JCT,* quid *objectif des 2% ?*

À moyen terme, il est atteint par la BCE depuis 15 ans. L’Allemagne est en partie responsable de la baisse inflation car elle est bien en dessous des 2% : pour avoir une moyenne sur la zone, il faut des pays avec un taux supérieur à la moyenne !!

**XR** : Il est d’accord avec JCT.

Pour lui, ce qui surdétermine la politique monétaire dans la Z€ pour les années à venir, c’est que depuis 10 ans il y a eu une très forte divergence au sein de la zone, notamment la décrue des prix et des salaires allemands. Il faut faire re-converger la zone, mais les enjeux de répartition sont très lourds et ce là va prendre beaucoup de temps et le coût est une faible demande aujourd’hui. « On demande des politiques structurelles mais on n'est pas sûrs que ça va marcher ».

**NV**: La banque centrale pourrait aussi acheter des instruments de dette qui n'existent pas mais qui pourraient être développés pour porter du risque à long terme et pour la transition carbone.