



OBSERVATOIRE DE L'ÉPARGNE EUROPÉENNE

Les Cahiers de l'OEE

N° 4

Décembre 2016



Dans ce numéro

Réflexions sur la politique monétaire. Un point de vue européen.

Jacques de Larosière, Président de l'Observatoire de l'Épargne Européenne

Réflexions sur la politique monétaire. Un point de vue européen.

Analyse publiée en deux épisodes dans les numéros de juillet-août et septembre 2016 de la *Revue Banque*

Jacques de Larosière
Président de L'Observatoire de l'Épargne Européenne

La politique monétaire européenne doit assurer à la fois la stabilité monétaire et celle du système financier, afin d'encourager une croissance économique soutenable à long terme. La politique monétaire dite « accommodante » mise en œuvre depuis 2015 atteint-elle ces buts ? C'est la question à laquelle répond Jacques de Larosière dans cette analyse en trois parties publiée en deux épisodes dans la *Revue Banque* de juillet-août et septembre 2016.

Les réflexions sur l'objectif de la politique monétaire font émerger un consensus forgé au cours des deux dernières décennies. La politique monétaire doit assurer la stabilité monétaire ainsi que celle du système financier, afin d'encourager une croissance économique soutenable à long terme ». Il est à noter que l'objectif de stabilité du système financier n'a été généralement accepté que depuis la dernière crise de 2007-2008. Qu'en est-il de la politique monétaire européenne au sens de celle qui s'applique dans la zone euro ?

I. L'objectif de stabilité des prix

Au cours de la période qui va de la création de l'euro (1999) à la crise de 2007-2008, la politique monétaire a été fidèle à l'objectif de stabilité monétaire la Banque Centrale Européenne (BCE) a veillé à ce que l'objectif d'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation en Europe) soit respecté.

Le calibrage de cet objectif était un peu moins de 2 %, mais pas davantage. De fait, cet objectif a été (en gros) respecté jusqu'en 2013 (voir **Tableau 1**). Mais la satisfaction d'avoir, en moyenne, « tenu » l'objectif d'inflation pendant les 15 premières années de l'euro (1999-2013) doit être assortie de deux observations incitant à la prudence.

Tableau 1

Moyenne des prix à la consommation

Avant l'euro (1996 – 2000)	1,6%
De 2001 à 2005	2,2%
De 2006 à 2010	1,9%
2010	1,6%
2011	2,7%
2012	2,5%
2013	1,4%
2013	0,5%
2013	0%
2013 (mars)	0%
2016 (avril)	- 0,2%

Taux d'inflation harmonisée européenne (HIPC)

La première observation est que la politique monétaire conduite par la BCE de 1999 à 2007-2008 n'a pas empêché l'explosion d'une bulle de crédit privé (immobilière) dans une partie non négligeable de la zone euro. Il s'agit de l'emballement du marché du logement dans des pays comme l'Espagne et l'Irlande.

Il est incontestable que la politique monétaire a joué un rôle important dans cette évolution. Comme, par définition, la BCE ne peut avoir

qu'un seul taux d'intérêt, il en résulte que si les différents pays qui composent la zone ont des taux d'inflation divergents, les taux d'intérêt directeurs de la Banque Centrale s'avèreront « trop bas » pour les pays à plus forte inflation. Et cela d'autant plus que la moyenne BCE est fortement influencée par les quelques pays stables du cœur de la zone euro qui – du fait de leur importance dans le PIB total de la zone – ont la part prédominante dans la détermination des taux centraux.

En d'autres termes, si l'objectif de maintenir une inflation semblable à celle d'avant la crise (proche de 2 %) a été respecté en moyenne, il n'en reste pas moins que les pays périphériques qui avaient laissé filer leur inflation, gonfler leurs déficits publics et s'emballer leurs marchés immobiliers ont, si l'on peut dire, « profité » de la faiblesse des taux directeurs de la BCE, alors que ces taux – manifestement trop bas pour eux – étaient davantage en ligne avec la situation plus stable du cœur de la zone.

Étant donné que l'expansion du crédit intérieur est un facteur essentiel de l'aggravation des déficits des balances courantes, on comprend que les pays à plus forte inflation et, par là même, à très bas taux d'intérêt réels (Grèce, Portugal, Espagne, Irlande) aient, du fait de la vive croissance du

crédit qu'ils ont connue, enregistré des déficits courants importants (voir **Graphique 1**).

Pour éviter cette contradiction inhérente à une zone monétaire hétérogène, il aurait fallu recourir à des mesures de « macro-surveillance ». Dans cet esprit, il aurait fallu mieux évaluer l'ampleur des divergences conjoncturelles face à une politique monétaire unique, et prendre dans les pays sujets à « surchauffe » des mesures réglementaires susceptibles de calmer l'explosion du crédit (par exemple des règles imposant aux candidats emprunteurs immobiliers des obligations d'apports personnels beaucoup plus importantes).

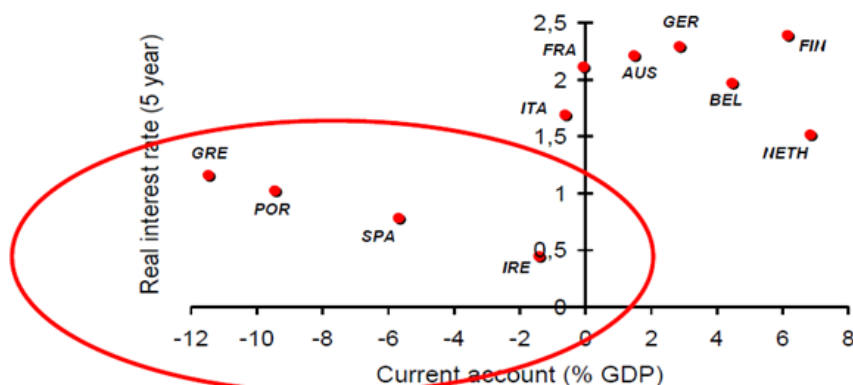
La seconde observation incitant à la prudence tient aux raisons qui expliquent la modération, en moyenne, de la hausse des prix pendant les premières années de la création de l'euro.

Il paraît difficile de soutenir que la politique monétaire a été l'élément déterminant et exclusif de cette « grande modération ». Certes, l'affirmation répétée de la cible de 2 % pour les prix à la consommation a sans doute aidé à stabiliser à ce niveau les anticipations d'inflation plus fondamentalement, d'autres facteurs ont été à l'œuvre.

Graphique 1

Taux d'intérêt réels et balances extérieures

(1999-2007 moyenne)



Sources: Eurostat, BNP Paribas

Le ralentissement « structurel » de la croissance

On observe depuis quelques années des tendances profondes à une modération sur la longue période de la croissance des économies dites « avancées » en effet, le déclin démographique et le vieillissement de nos sociétés contribuent à assombrir les perspectives de croissance. Dans un environnement marqué par la réduction des investissements productifs et des gains de productivité, et par un tassement de la croissance potentielle, il n'est pas surprenant que les attentes inflationnistes soient plus faibles.

On peut ainsi observer que la croissance économique de la zone euro a fortement décliné depuis la crise et que cette décroissance est plus marquée que dans les autres pays avancés. Le **Tableau 2** montre que la croissance annuelle du PIB de la zone euro a été en moyenne de 2,2 % au cours des années de 1994 à 2006, mais elle s'établit à 1 % de 2010 à 2015 (en ne retenant pas les années 2008-2009, trop négativement influencées par les conséquences conjoncturelles de la crise). On observe, par contraste, pour l'ensemble des « pays avancés », une croissance moyenne de 2 % pendant cette dernière période.

La question est de savoir si la croissance potentielle de la zone euro va rester longtemps ou non sur la pente actuelle proche de 1 %, selon l'estimation convergente des organismes internationaux (FMI, OCDE, Commission européenne...). Le **Tableau 3** donne – selon ces trois organisations – les estimations de taux de croissance potentiels et réels de 2006 à 2017 de la zone euro. Il montre que la croissance potentielle de la zone euro est actuellement proche de 1 %, inférieure à la croissance réelle constatée (1,5 %). Mais dans la mesure où cette dernière est, en partie, freinée, ou même parfois bloquée, par l'insuffisance des réformes structurelles (ce qui influence

négativement, à son tour, la dynamique de la croissance potentielle), on est en droit de se demander si la création de liquidités additionnelles et la baisse continue des taux constituent, dans ces conditions, une réponse adéquate.

Le ralentissement des revenus salariaux

Il convient aussi de noter la modération des revenus salariaux, qui caractérise la croissance des dix dernières années. C'est là, sans nul doute, un phénomène lié en partie à la mondialisation. Celle-ci s'est traduite en effet par l'ouverture de nos frontières à des produits manufacturés de pays comme la Chine, dont les niveaux de rémunération de la main-d'œuvre sont très inférieurs à ceux des pays avancés. De ce fait, pour des raisons de maintien de leur compétitivité, les pays avancés importateurs ont été conduits à modérer l'évolution de leurs propres coûts du travail.

Les deux facteurs, d'ordre structurel, ci-dessus évoqués n'ont, évidemment, pas de lien direct avec la politique monétaire des pays « avancés » (dont certains s'attachent, pourtant, à vouloir en corriger le caractère qu'ils jugent « trop restrictif »).

On peut, à ce point de l'analyse, se demander si la politique monétaire des pays « avancés » avant la crise n'a pas été trop accommodante en raison même de la réalisation – mais pour des raisons en grande partie extérieures à cette politique – de l'objectif d'inflation. Dans une stratégie trop exclusivement centrée sur un objectif d'inflation (c'était l'inflation *targeting* qui prédominait depuis les années 1990), la tentation des banques centrales a été de relâcher la politique monétaire tant que le niveau des prix à la consommation n'avait pas franchi le chiffre fatidique de 2 %. Cette stratégie comportait un risque.

Tableau 2

Croissance dans les pays avancés														
(PIB : changements annuels en terme réel)														
	1994-2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pays avancés	+2,8%	+3,1	+2,6	+3	+2,8	0	-3,6	+3,2	+1,6	+1,4	+2	+1,8	+1,9	
Dont eurozone	+2,2%	+2,2	+1,7	+3,3	+3	-0,4	-4,3	+1,9	+1,4	-0,3	+0,6	+0,9	+1,6	1,5

Tableau 3

Estimation de taux de croissance potentiels et réels de 2006 à 2017 de la zone euro

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU Commission February 2016												
GDP	3.17	2.95	0.43	-4.45	2.06	1.56	-0.92	-0.33	0.84	1.58	1.72	1.85
Pot.	1.75	1.72	1.31	0.53	0.56	0.63	0.28	0.31	0.53	0.84	1.03	1.10
Gap	1.30	2.52	1.63	-3.41	-1.96	-1.06	-2.24	-2.87	-2.56	-1.84	-1.17	-0.44
IMF World Economic Outlook April 2016												
GDP	3.24	3.05	0.47	-4.54	2.06	1.60	-0.88	-0.30	0.89	1.64	1.51	1.63
Pot.	1.57	1.42	1.25	0.64	0.83	0.69	0.44	0.45	0.74	1.01	1.03	1.11
Gap	1.47	3.11	2.32	-2.86	-1.63	-0.73	-2.04	-2.79	-2.64	-2.01	-1.53	-1.00
OECD Economic Outlook November 2015												
GDP	3.33	3.01	0.35	-4.45	2.01	1.63	-0.83	-0.28	0.88	1.50	1.75	1.94
Pot.	1.65	1.61	1.49	0.96	0.81	0.78	0.60	0.56	0.72	0.88	0.99	1.06
Gap	1.93	3.33	2.20	-3.21	-2.01	-1.17	-2.60	-3.44	-3.27	-2.66	-1.89	-1.02

Que se passe-t-il si l'inflation reste modérée – en grande partie, comme on l'a vu, du fait de facteurs structurels –, mais que, par ailleurs, les conditions monétaires et du crédit sont en surchauffe. L'existence de bulles d'actifs (immobilières ou de titres) est pourtant une manifestation d'inflation, d'un excès d'endettement et d'une mauvaise allocation des ressources.

Ce sont ces bulles qui auraient dû normalement inciter les banques centrales à resserrer leur politique monétaire. Mais le caractère exclusif de l'instrument centré sur les prix à la consommation pourrait bien avoir contribué à les rassurer à l'excès et à les avoir détournées de réagir sur les bulles d'actifs et du crédit, qui ont pourtant été les facteurs annonciateurs de la crise. C'est un fait que, notamment pendant les années 2003-2005, la Fed s'est montrée « ultra-accommodante », en fixant les taux directeurs à des niveaux plus faibles que ceux qu'aurait justifiés la « règle Taylor ». De même, la politique monétaire avant la crise s'est révélée asymétrique, plus

réactive et disposée à s'assouplir face aux risques de ralentissement qu'à se durcir en cas de surchauffe. C'était là une illustration de la thèse du président du Système fédéral de réserve de l'époque, selon laquelle il était plus « efficient » de « nettoyer » (en anglais, *pick up the pieces*) les dégâts après une période de croissance excessive du crédit que de prévenir la crise en luttant contre la surchauffe (*lean against the wind*). On sait trop bien ce que ce pari a coûté au monde avec l'explosion de 2007-2008. L'excès d'endettement et le retournement des prix immobiliers ont conduit à la crise financière la plus grave que l'on ait connue depuis plus d'un demi-siècle.

Comme le disait Andrew Crockett, les risques s'accumulent dans les périodes d'euphorie et se matérialisent en période de récession. Il ne restait donc plus aux banques centrales qu'à éponger les pertes les plus dangereuses pour la survie du système financier et à créer suffisamment de liquidités pour éviter le désastre de ventes d'actifs généralisées sur des marchés sans acheteurs.

On doit, sans doute, rendre hommage à la rapidité de réaction des banques centrales en 2007-2008. Mais il ne faut pas oublier qu'une grande partie de la gestion monétaire de 1999 à 2007 a contribué à la crise et a eu des conséquences à long terme dont nous constatons encore chaque jour les effets. Et le remède lui-même - création de liquidités et taux zéro - n'est pas sans risque, comme on va tenter de le démontrer.

II. Les tendances inflationnistes en Europe et le bien-fondé d'une politique monétaire extrêmement accommodante

L'interprétation de la faible inflation européenne

On a vu dans le **Tableau 1** relatif aux prix à la consommation dans la zone euro que la croissance de l'inflation constatée en 2013 (1,4 %) avait commencé à s'éloigner de la cible. Depuis 2014-2015, l'inflation de la zone oscille autour de 0 %. La question qui se pose est la même que celle qui aurait dû être posée dans les années menant à la crise. Quels sont les facteurs qui expliquent cette évolution des prix à la consommation ? On trouve aujourd'hui deux éléments d'explication essentiels la baisse des prix du pétrole et les facteurs structurels de fond.

La baisse des prix du pétrole

Le prix du baril est passé de 100 \$ il y a deux ans à une fourchette qui se situe aujourd'hui entre 40 et 50 \$. Pour une région comme la zone euro, qui est fortement tributaire de ses importations d'hydrocarbures, cette baisse entraîne une réduction considérable – et bénéfique – des coûts de consommation et de production. On considère que la baisse du pétrole (sans y inclure les effets « de second tour ») « pèse » à hauteur d'un point sur l'indice des prix à la consommation (autrement dit, sans le facteur pétrolier,

l'inflation sous-jacente – *core* – se situe aujourd'hui autour de 1 % et non à 0).

Certes, il ne faut pas confondre baisse du niveau des prix et future évolution de l'inflation. Au bout d'un certain temps, l'influence de la baisse du niveau des prix (concomitante au choc pétrolier) tend à s'estomper et la dynamique de l'inflation reprend ses droits. Mais, dans la mesure où la baisse des prix du pétrole ne semble pas être un phénomène temporaire, ses incidences « structurelles » sur l'indice des prix à la consommation doivent être prises en compte dans l'interprétation des chiffres d'inflation par les autorités monétaires.

Bien que ce point reste contesté, les analyses les plus récentes montrent que les effets de « second tour » de la baisse des prix du pétrole sur l'inflation sous-jacente (*core*) sont très significatifs. Ils empruntent plusieurs canaux :

- La baisse induite du prix des hydrocarbures sur les coûts de transport et de production des entreprises (y compris sur celles produisant des biens de consommation non durables, à première vue peu sensibles au prix du pétrole) ;
- Les changements provoqués par la baisse des prix du pétrole sur les « attentes inflationnistes » et donc, notamment, sur le résultat des négociations salariales.

Ainsi, on a calculé qu'au dernier trimestre de 2015, l'inflation sous-jacente de la zone euro aurait été (en tenant compte des effets indirects de la baisse du pétrole) de 1,41 % au lieu des 0,93 % observés. Pour une économie croissant à un taux de 1,50 % avec des capacités encore inemployées, ce taux d'inflation sous-jacent apparaît, en fait, très proche de la cible fixée par la BCE. Rien dans cette analyse ne semble donc suggérer l'urgente nécessité d'une forte réaction

stimulatrice de la part des autorités monétaires face à l'évolution de l'indice des prix, comme celle qu'on a observée en mars 2016. Il n'en serait autrement que si l'on considérait la baisse du baril comme un phénomène conjoncturel et purement transitoire.

A moyen terme, le prix du brut à tendance à suivre des cycles dominants (super-cycles) d'une durée de 10 à 15 ans. Ces cycles sont eux-mêmes le résultat de diverses réponses des agents économiques (producteurs et consommateurs) aux variations initiales des prix du baril. Normalement, les épisodes de baisses du brut suscitent, à terme, une remontée de la demande, et par conséquent, une poussée des prix.

Mais à plus long terme, les perspectives traditionnelles d'une hausse tendancielle des prix du brut (du fait du caractère fini des réserves) semblent désormais s'éloigner en raison de l'influence de divers facteurs.

L'Arabie Saoudite paraît moins bien placée désormais pour exercer son leadership tendant à limiter l'offre afin de soutenir les prix.

Les tendances de fond (en grande partie démographiques) vers une baisse à long terme de la croissance mondiale vont inévitablement peser sur la consommation d'énergie.

Les aspects environnementaux de la consommation d'hydrocarbures poussent déjà à la recherche et à la production d'énergies alternatives, pour limiter les émissions de CO₂.

On estime, au total, que si le prix du brut devait remonter à l'avenir par rapport à son niveau actuel, ce qui est probable, la hausse buterait sans doute sur un niveau de 60 dollars (en ppp), ce qui ne changerait pas significativement l'analyse présentée ci-dessus sur le caractère « structurel », ou, tout au

moins, durable, des coûts pétroliers du point de vue de la politique monétaire.

Les facteurs structurels de fond

Les facteurs structurels de fonds sont également à l'œuvre et, cette fois, peut-être encore plus durablement.

En dehors des éléments « séculaires » de ralentissement évoqués plus haut, la zone euro dans son ensemble est caractérisée par l'ampleur des capacités de production sous-employées (en particulier chômage élevé) et par la faiblesse de la croissance potentielle. Il en résulte que les perspectives de hausses de salaires et de prix sont très faibles et expliquent que l'inflation sous-jacente (sans l'effet direct pétrole) soit autour de 1 %. Mais il ne s'agit pas pour autant de « déflation ».

Dans quelle mesure les facteurs énoncés ci-dessus relèvent-ils d'une action « correctrice » par la politique monétaire ?

L'élément pétrolier – qui représente un bienfait pour la zone euro – ne peut pas être considéré comme négatif et, à ce titre, le surcroît de désinflation qu'il entraîne ne devrait pas être source d'inquiétude (c'est un « effet positif » venant de l'extérieur et non la manifestation « négative » d'une insuffisance de la demande interne ou d'une insidieuse attente déflationniste). Après tout, un choc de niveau à la baisse ne signifie pas le début d'une spirale déflationniste. Une « correction » ne semble donc pas justifiée, même si l'inflation « post-choc pétrolier » doit rester un sujet de vigilance. Il paraît donc difficile de soutenir, dans le cadre d'une stratégie monétaire de stabilité des prix, qu'une baisse durable du socle des prix à la consommation due au choc sur le pétrole ne doive avoir aucune incidence sur la fixation de la cible d'inflation. La bonne cible pourrait bien s'avérer un peu plus basse que celle qui était en vigueur avant le choc pétrolier. Les objectifs doivent, en effet, être adaptés aux réalités et non inflexibles.

Reste la mollesse de la conjoncture et l'ampleur des capacités de production inutilisées. C'est sur ce point que le débat devrait se centrer afin d'éclaircir le sujet et d'éviter toute erreur d'interprétation, et notamment de sur-réaction possible de la politique monétaire. Une ligne de pensée pourrait tirer argument de cette faiblesse de l'utilisation des capacités. Puisque les politiques budgétaires sont contraintes par la nécessité de rétablir l'équilibre des finances publiques, ce serait à la politique monétaire « d'agir » afin d'atteindre le meilleur *policy-mix*.

De fait, c'est là, semble-t-il, la position de la BCE, de nombreux commentateurs et de l'environnement des marchés. Dès que l'on apprend une « mauvaise » nouvelle sur le front des prix à la consommation (c'est-à-dire une baisse), les investisseurs et les médias font pression sur les autorités monétaires pour « soutenir » l'économie. Et les autorités donnent l'impression d'être sensibles à ces arguments.

Si la faiblesse de la croissance était due à l'insuffisance conjoncturelle de la demande – due elle-même à l'attentisme des consommateurs face à une baisse des prix « rampante » – ainsi qu'à la pénurie des liquidités et du crédit offerts aux agents économiques, on pourrait, en effet, comprendre cette thèse et mettre en avant la crainte de la déflation.

Mais si, comme les faits semblent le donner à penser, il s'agit essentiellement d'un ralentissement structurel dû à des blocages sur l'offre, les choses paraissent profondément différentes. Dans ce cas, la réponse ne serait pas de continuellement baisser les taux d'intérêt, déjà très bas, mais de s'attaquer aux sources profondes du problème. Pourquoi n'investit-on pas davantage dans la zone euro ? Si c'est parce que, dans certains pays (comme la France), les marges des entreprises sont encore trop faibles, les charges fiscales et parafiscales trop lourdes et le marché du

travail trop rigide, une création additionnelle de liquidités ne sera pas l'instrument approprié.

Certains soutiennent que la politique monétaire doit parer à l'absence ou au retard des réformes pour donner « du temps » aux pouvoirs publics. Mais si le temps gagné n'est pas utilisé ? Et si l'incitation à réformer était elle-même émoussée par l'argent facile ?

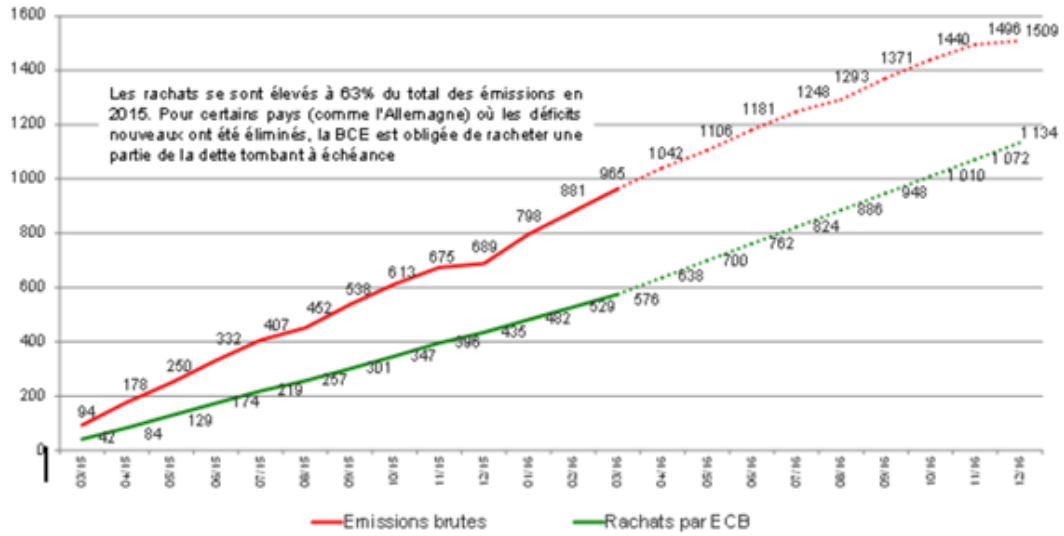
La politique monétaire de la BCE

La BCE s'est engagée dans une politique monétaire extrêmement accommodante, particulièrement au début de 2015. Elle a décidé de racheter tous les mois, pendant 18 mois, 60 milliards de titres de dette publique et privée. Ce sont là des montants sans précédent, qui viennent même d'être portés à 80 milliards en mars dernier. Ces montants représentent environ les deux tiers du total des émissions de bons du Trésor, comme on le voit sur le **Graphique 2**.

Il est incontestable que ces rachats d'instruments à moyen-long terme (au titre de l'OMT, du LTRO, et du QE) ont permis de conserver les taux longs souverains à des niveaux faibles (en dessous de 2 % et aujourd'hui inférieurs à ceux des titres US), et d'accélérer leur convergence, comme le montre le **Graphique 3**. L'action réformatrice de certains États de la périphérie pour mieux contrôler leurs finances publiques a, évidemment, joué un rôle important dans ce processus. Mais la BCE a contribué à la baisse des taux d'intérêt et à leur homogénéisation au sein de la zone euro. De même l'action de la BCE a contribué à entretenir le mouvement de réduction des taux de financement à l'économie (voir **Graphique 4** relatif aux prêts aux PME).

Graphique 2

Dettes souveraine européenne et agences publiques (émissions brutes et rachat par la BCE 2015-2016)



Graphique 3

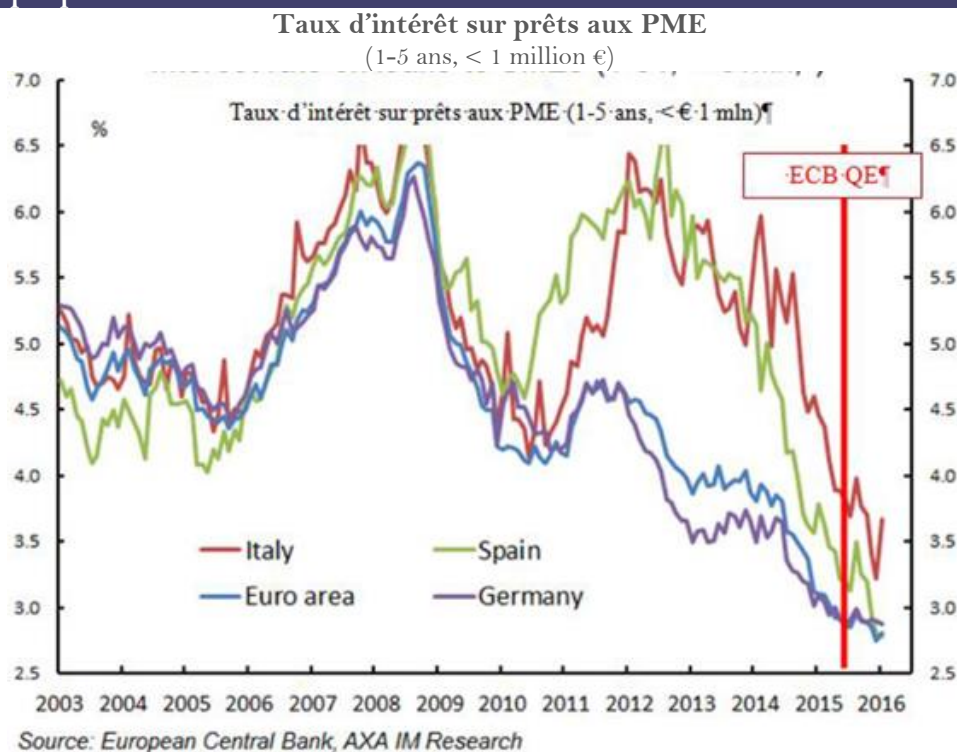
10-y government yields (depuis le 03/03/12)



OMT[§]

[§] OMT = Outright Monetary Transactions.

Graphique 4



Cela devrait, en principe, influencer favorablement l'investissement des entreprises. Mais si l'analyse – structurelle – ci-dessus proposée de la crise de l'investissement en Europe est fondée, cette baisse des taux risque d'être de faible portée. De fait, l'investissement productif ne repart pas franchement malgré l'aisance monétaire alors que c'est la consommation intérieure qui résiste. Les enquêtes publiées par la BCE montrent, du reste, que les entreprises interrogées n'incriminent pas les taux d'intérêt. Ce sont toujours l'avenir de la croissance et de la profitabilité qui sont mises en avant.

Pour les raisons exposées ci-dessus, il semble donc que la stratégie monétaire mérite d'être réexaminée. Le fait qu'elle soit axée sur l'évolution des prix à la consommation et sur le retour rapide à l'objectif de près de 2 % d'inflation, paraît devoir être nuancé à la lumière de l'analyse ci-dessus, notamment concernant l'interprétation de l'inflation actuelle.

Si cette stratégie était poursuivie mécaniquement à l'identique cela signifierait que tant le taux d'inflation n'aurait pas regagné le niveau cible (ce qui ne paraît guère réaliste), la BCE continuerait à créer de la liquidité. Ce serait un peu la « situation miroir » de celle des années 2000 où l'on relâchait la politique monétaire tant que les prix restaient inférieurs à la cible, ce qui a été, comme nous le savons trop bien, la source de grands déboires.

Le problème de cette « fuite en avant » est qu'elle commence à produire des effets négatifs sur l'économie et sur la stabilité du système financier.

III. Les inconvénients d'une politique monétaire trop accommodante pendant trop longtemps

Trois problèmes majeurs peuvent résulter de la poursuite du *Quantitative Easing* (QE) et s'aggraver.

Le partage épargne-consommation

Les taux – très proches de zéro – que rapportent les instruments sans risques devraient, en principe, dissuader les agents économiques d'épargner et les inciter à la consommation, ce qui serait un élément de soutien de la croissance. Mais, contrairement aux espoirs de certains, la « répression financière » ne se traduit pas nécessairement par un surcroît de consommation. L'épargne des ménages dans des pays comme la France, l'Allemagne, l'Italie, est structurellement élevée (15 à 17 % des revenus) et stable. Elle assure plus de 80 % du financement de l'économie.

Cette épargne financière est une épargne de précaution (pour faire face aux aléas de la vie, du chômage, de la vieillesse...) et de transmission patrimoniale, majoritairement placée dans des livrets ou des portefeuilles d'assurance vie, investis eux-mêmes en titres « sûrs ».

Lorsque cette épargne voit ses taux de rémunération s'abaisser, ou même parfois s'évanouir, du fait de la politique monétaire, il serait logique qu'elle s'oriente vers la consommation ou vers les actions dont le rendement est, sur longue période, plus

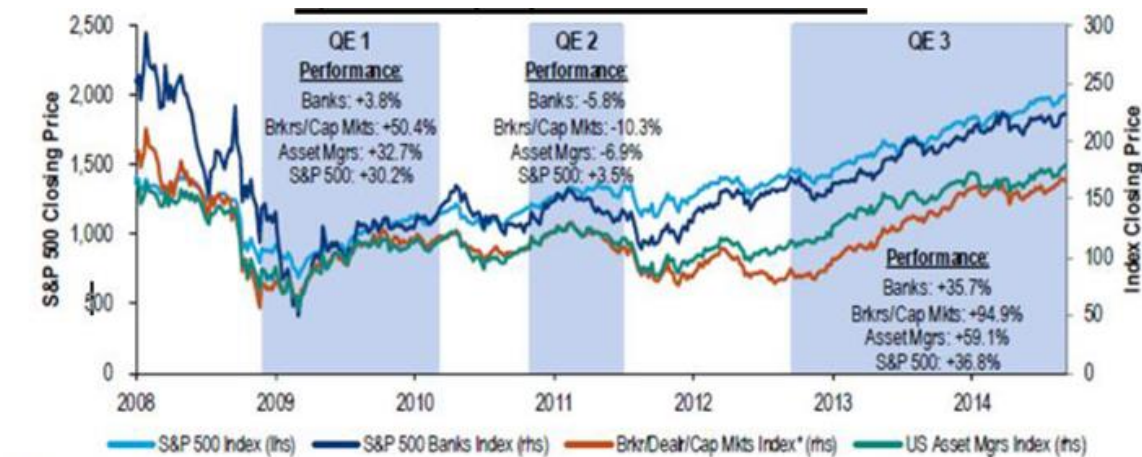
satisfaisant, et cela d'autant plus si les épargnants croient à une reprise de l'économie.

C'est, du reste, ce schéma qui a fonctionné assez bien avec le QE de la Fed. Avec la baisse des taux longs, la bourse Actions a connu une reprise vigoureuse (dont l'historique épouse exactement la création de liquidités par la Banque Centrale, comme on le voit sur le **Graphique 5**). Cette reprise a, à son tour, créé un « effet richesse » chez les ménages américains, qui a contribué à la relance de la consommation.

Mais dans la zone euro, ces mécanismes ne jouent pas de la même façon : pas de transferts notables sur les actions, pas d'effet richesse. Il ne s'agit pas, en effet, des mêmes épargnants. Ceux d'Europe ont une forte aversion au risque et sont peu enclins à des placements en actions, lesquels sont souvent découragés par la fiscalité. Plus grave, le transfert de l'épargne « réprimée » vers la consommation ne semble pas se faire. On s'aperçoit, tout au contraire, que nombre d'épargnants cherchent à « compenser » l'absence de rendements par davantage d'épargne.

Graphique 5

QE et marchés d'actions au Etats-Unis



* denotes index is equal weighted
Source: BofA Merrill Lynch Global Research, Bloomberg

Le problème des taux négatifs

Poussé à sa logique extrême, le QE – dont l'efficacité, dit-on, buterait sur la limite 0 de la courbe des taux – pourrait, parmi une variété de techniques envisageables, aller jusqu'à généraliser et accentuer l'usage des taux négatifs (les taux de la détention par les banques de réserves à la BCE sont déjà négatifs à -0,40 %). L'idée sous-jacente semble être d'encourager l'endettement (par disparition de la charge de la dette) et de pousser les agents économiques à emprunter pour investir ou consommer.

Mais les choses ne sont pas si simples. Dans une économie comme celle de la zone euro où les banques assurent (pour les trois quarts) le financement de l'économie (à l'inverse de ce qui se passe aux États-Unis où les marchés financiers financent l'essentiel des besoins), il est impératif de préserver leur santé, si l'on veut voir se développer le crédit et la croissance. Or les banques sont très sensibles à l'écart des taux entre leurs ressources (dépôts et emprunts) et leurs actifs. Si la Banque Centrale entrait dans le territoire des taux négatifs, il serait en fait très difficile, voire impossible, pour les banques européennes – étant donné l'environnement des taux et la concurrence des institutions mutualistes – de relever le coût de leurs prêts aux clients afin de maintenir une marge suffisante entre charges de financement et retours sur actifs. Il leur serait également extrêmement difficile – voire, dans certains cas, juridiquement impossible – d'imposer à leurs clients des taux négatifs sur leurs dépôts (au risque d'encourager une fuite vers le cash ou l'étranger).

Des simulations de ce dilemme ont été réalisées. Plusieurs banques de la périphérie de l'Europe seraient particulièrement frappées par un tel resserrement de l'étau, au point qu'une crise bancaire serait sans doute difficile à éviter dans un certain nombre de ces pays. Tenter de faire baisser les taux d'intérêt de

quelques points de base supplémentaires et se fixer comme objectif une remontée rapide de l'inflation au prix d'une grande instabilité du système financier serait un pari à haut risque. Il est juste de reconnaître que la BCE n'a pas pris ce chemin.

L'incompatibilité d'une politique monétaire super-active et de la réglementation bancaire

Si l'objectif de la BCE est de relancer le crédit aux entreprises (dont l'encours a baissé de 2,5 % par an depuis 2012 et commence seulement à remonter très timidement, comme le montre le **Graphique 6**), il faut éviter, pendant que l'on fait baisser les taux, de contrarier la capacité des banques à prêter.

Or l'addition envisagée de fonds propres renforcés au titre de l'application des règles de Bâle III en matière de pondération des risques (voir **Tableau 4**), de contraintes accrues en matière de liquidités, de ratios de levier et du TLAC, etc. risque d'augmenter encore considérablement le coût du métier bancaire tout en réduisant sa rentabilité.

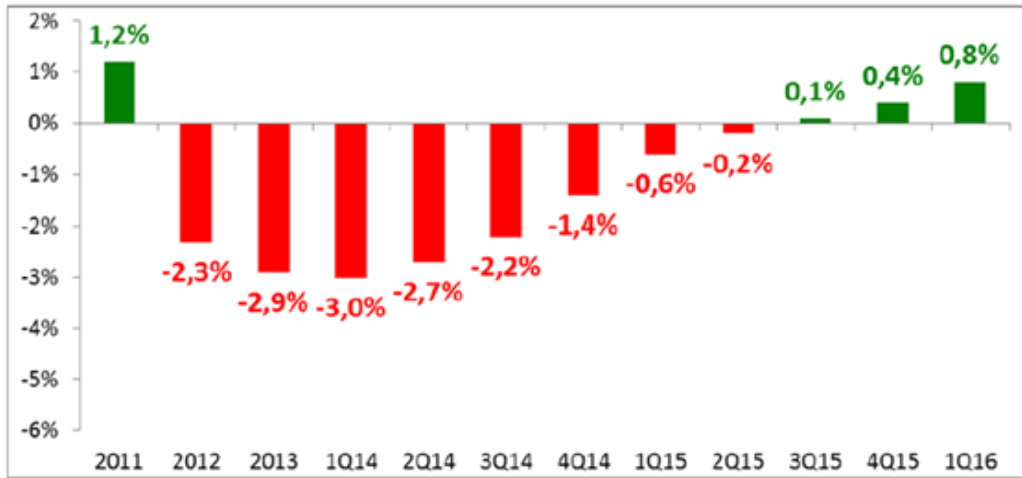
La rapidité attendue de la mise en application de ces mesures a déjà contraint un nombre croissant de banques européennes à réduire le dénominateur de leurs ratios de capital, c'est-à-dire la taille de leur bilan et donc leurs encours de prêts (voir **Graphique 7**).

Le **Tableau 4** montre que la majoration des risques soumis aux ratios de capital pourrait être de plus de 20 % d'ici fin 2016.

Il convient ici de dissiper une erreur fréquente. Avec la baisse des taux de refinancement auprès de la Banque Centrale (ceux-ci sont aujourd'hui à 0 % dans la zone euro, voire à -0,40 % pour les banques qui utilisent leurs réserves excédentaires), on pourrait penser qu'en prêtant de nouveau à

Graphique 6

Evolution des prêts bancaires aux entreprises non financières en zone Euro
(en % annuel)



Source : ECB

Tableau 4

Majoration de pondération des risques prudentiels

EBA average estimates for European Banks	Regulation impact	% total RWA (dec15) ¹	RWA Increase	Increase in Basel 12% requirements	Operational Risk for G-SIBS ²
Credit Risk ³	20%	85%	17%	2.0%	2.0%
Operational Risk ⁴	40%	10%	4%	0.5%	1.2%
Market Risk ⁵	40%	5%	2%	0.2%	0.2%
Total		€ 10 942 bn	23% rounded at 20%	2.7%	3.4%

leurs clients ces liquidités obtenues gratuitement, les banques vont voir s'accroître leurs marges bénéficiaires et donc leur capacité à prêter davantage.

En fait, ce processus ne peut s'enclencher que si le socle général des taux d'intérêt reste suffisamment élevé pour assurer aux établissements un spread adéquat.

Or, comme le montre le **Graphique 8**, les banques de la zone euro enregistrent, depuis 2007, des *spreads* (écarts entre taux de refinancement banque centrale et taux demandés aux meilleurs clients emprunteurs dits « prime ») substantiellement inférieurs à ceux des banques américaines (le *spread*

européen représente aujourd'hui seulement 55 % de celui dont bénéficient les établissements US).

Or, comme le montre le **Graphique 8**, les banques de la zone euro enregistrent, depuis 2007, des *spreads* (écarts entre taux de refinancement banque centrale et taux demandés aux meilleurs clients emprunteurs dits « prime ») substantiellement inférieurs à ceux des banques américaines (le *spread* européen représente aujourd'hui seulement 55 % de celui dont bénéficient les établissements US).

Cet écart considérable s'explique de plusieurs manières. Le niveau des taux d'intérêt

auxquels font face les meilleures entreprises emprunteuses américaines (*prime rate*) est près de deux fois plus élevé aux États-Unis qu'en Europe (3,3 % contre 1,7 %), alors que, dans les deux cas, le taux de financement des banques auprès de la Banque Centrale est autour de zéro.

La concurrence observée dans la zone euro, du fait notamment des établissements mutualistes – qui n'ont pas les mêmes contraintes que les banques en matière de retour sur capital (en anglais, *Return on Equity* – *ROE*), en raison des caractéristiques de leur actionnariat – pèse à la baisse sur les taux offerts aux emprunteurs, ce qui ne semble pas le cas aux États-Unis.

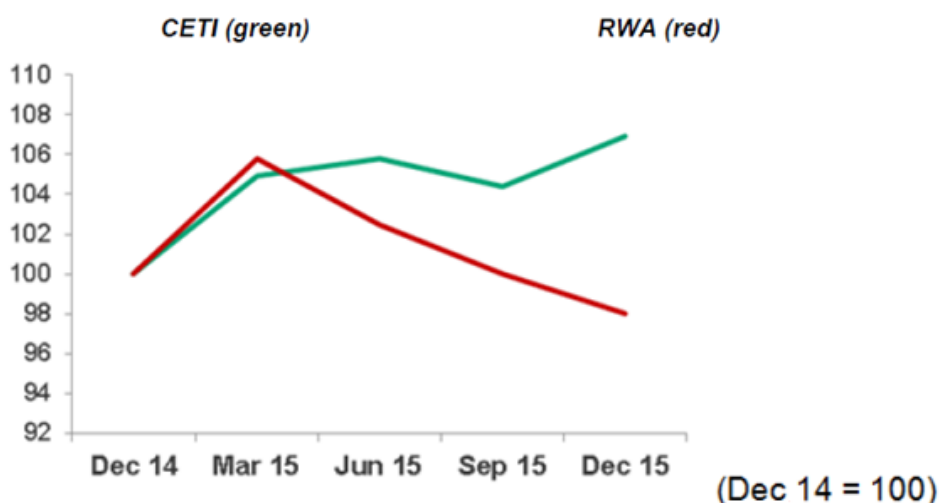
L'existence, aux États-Unis, d'entités publiques qui rachètent systématiquement aux banques les encours de prêts hypothécaires facilite le respect des ratios de solvabilité, puisque, de la sorte, une part substantielle des risques pondérés du secteur bancaire américain échappe aux ratios de Bâle.

Il en résulte que la rentabilité des banques européennes (mesurée par le *ROE*) est, depuis la crise, nettement plus faible qu'outre Atlantique, ainsi que le montre le **Graphique 9** (4 % contre 9 % de *ROE* en 2015).

Au total, il faut comprendre que ce sont les banques qui sont l'indispensable courroie de transmission de la politique monétaire si les banques ne sont plus profitables, elles ne pourront guère prêter davantage et toute l'instrumentation du QE se délitera.

Or, comme le montre le **Graphique 8**, les banques de la zone euro enregistrent, depuis 2007, des *spreads* (écarts entre taux de refinancement banque centrale et taux demandés aux meilleurs clients emprunteurs dits « prime ») substantiellement inférieurs à ceux des banques américaines (le *spread* européen représente aujourd'hui seulement 55 % de celui dont bénéficient les établissements US).

Graphique 7
Décroissance et augmentation du ratio de capital des banques européennes



Source : EBA, Risk Dashboard 4^e trimestre 2015

Cet écart considérable s'explique de plusieurs manières. Le niveau des taux d'intérêt auxquels font face les meilleures entreprises emprunteuses américaines (*prime rate*) est près de deux fois plus élevé aux États-Unis qu'en Europe (3,3 % contre 1,7 %), alors que, dans les deux cas, le taux de financement des banques auprès de la Banque Centrale est autour de zéro.

La concurrence observée dans la zone euro, du fait notamment des établissements mutualistes – qui n'ont pas les mêmes contraintes que les banques en matière de retour sur capital (en anglais, *Return on Equity – ROE*), en raison des caractéristiques de leur actionnariat – pèse à la baisse sur les taux offerts aux emprunteurs, ce qui ne semble pas le cas aux États-Unis.

L'existence, aux États-Unis, d'entités publiques qui rachètent systématiquement aux banques les encours de prêts hypothécaires facilite le respect des ratios de solvabilité, puisque, de la sorte, une part substantielle des risques pondérés du secteur bancaire américain échappe aux ratios de Bâle.

Il en résulte que la rentabilité des banques européennes (mesurée par le ROE) est, depuis la crise, nettement plus faible qu'outre Atlantique, ainsi que le montre le **Graphique 9** (4 % contre 9 % de ROE en 2015).

Au total, il faut comprendre que ce sont les banques qui sont l'indispensable courroie de transmission de la politique monétaire si les banques ne sont plus profitables, elles ne pourront guère prêter davantage et toute l'instrumentation du QE se délitera.

Or plusieurs facteurs sont à l'œuvre :

- La rapidité et l'ampleur de la recapitalisation des banques européennes (plus du doublement du capital depuis la crise comme le montre le **Graphique 10**) ;
- La montée des prêts non performants dans certains pays périphériques ;
- Le phénomène de compression des marges des banques européennes, tel qu'illustré par le **Graphique 7**.

Si les mesures envisagées par Bâle, notamment pour durcir la pondération des risques, étaient toutes mises en œuvre d'ici fin 2016, les banques européennes verraient leur ratio de capital passer, en moyenne, de 12 % à 15-16 % de leurs risques. Le *ROE* observé en 2015 passerait alors mécaniquement de 4 à 3 %, ce qui ne permettrait pas à un grand nombre de ces banques de couvrir leurs frais et d'assurer leur fonction d'intermédiation. Il paraît donc indispensable que l'autorité monétaire donne la priorité à ce problème de rentabilité et veille à ce que les mesures réglementaires envisagées soient calibrées et séquencées de telle sorte que le système bancaire européen puisse être en mesure de répondre à l'objectif de relance du crédit de la BCE.

Cela pose la nécessité d'une méticuleuse articulation entre la politique monétaire et la régulation. Cette dernière, tout en poursuivant ses objectifs sur le moyen terme, ne saurait opérer sans tenir compte des préoccupations des banques centrales.

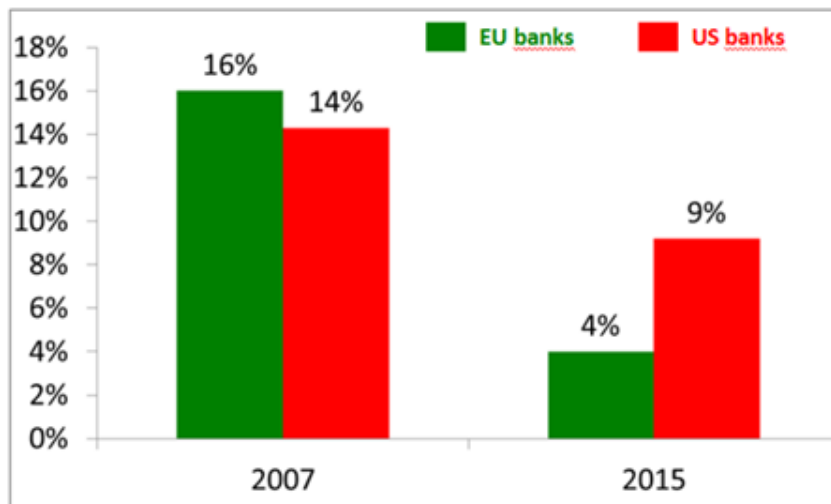
Graphique 8

Ecarts entre taux de refinancements et taux demandés aux clients
(prime rate sur 10 ans)



Graphique 9

Rentabilité des banques
(comparaison Europe-Etats-Unis (ROE en %))



Source : Bloomberg

À propos de la stabilité des marchés financiers

On peut ajouter à cette analyse les quelques éléments suivants concernant la stabilité des marchés financiers.

L'équilibre des compagnies d'assurance, des caisses de retraite et des fonds de pension est en question. Ces organismes doivent faire face à des engagements à long terme en faveur des retraités grâce à des actifs (titres d'État en particulier) désormais sans rendement. Comment dénouer cette contradiction.

Les marchés financiers sont de plus en plus volatils, avec des investisseurs cherchant à la fois rendement et sécurité.

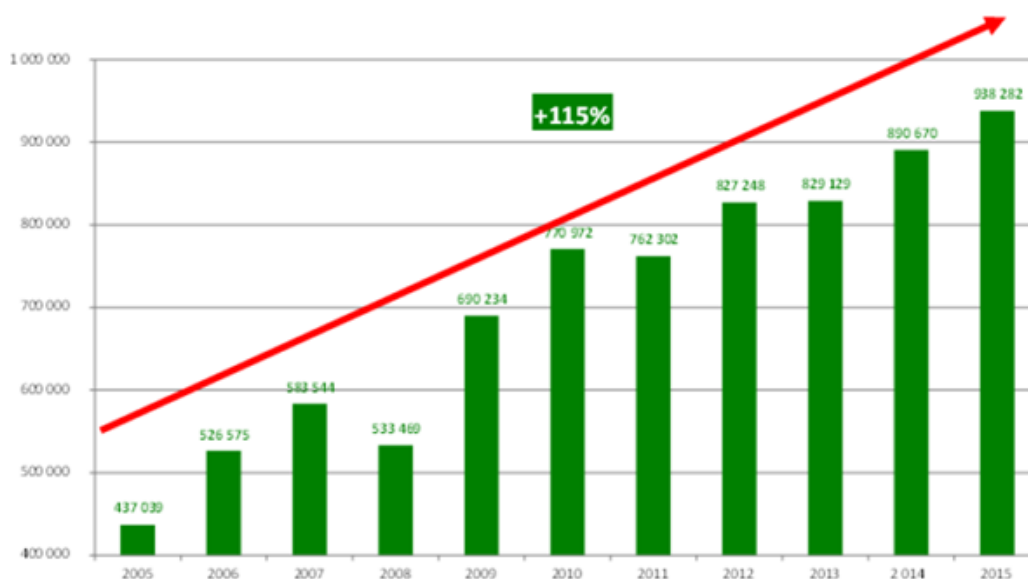
La liquidité des marchés financiers – lesquels devront, espère-t-on, amorcer le relais du système bancaire – est amoindrie par un certain nombre de règles qui découragent les banques et les compagnies d'assurance d'investir sur des instruments à long terme ou d'animer les marchés (*market-making*).

La menace d'une hausse des taux pourrait avoir des effets considérables pour les portefeuilles comptabilisés en « valeur de marché ». Et si cette crainte, dans un environnement incertain, entraînait elle-même l'obligation de poursuivre – à très long terme – le QE ? C'est là, sans doute, un des dangers de cette politique : la difficulté d'en changer.

Le fonctionnement des marchés de titres souverains commence à poser problème. L'ampleur de l'achat des titres par la BCE (63 % du total des émissions brutes en moyenne), alors même que les déficits budgétaires se réduisent dans certains États (ou même ont disparu, comme en Allemagne), crée un déséquilibre de marché entre les investisseurs qui souhaitent, ou doivent pour des motifs réglementaires, détenir des tels titres et la BCE, qui a décidé de les acheter. On constate, du reste, qu'une part notable des ventes de titres vient de non-résidents, ce qui affaiblit la partie euro de l'opération et réduit l'incitation offerte aux investisseurs européens de se porter sur des avoirs plus risqués.

Graphique 10

Capital (CET1) d'un échantillon* des banques européennes



(*) EU banks: SG, BNPP, BBVA, Santander, Deutsche Bank, Commerzbank, Intesa Sanpaolo, Unicredit, HSBC, Barclays, RBS, Lloyds, UBS, Crédit Suisse

Conclusion

Les analyses qui précèdent invitent à répondre prudemment à la question du bien-fondé de l'application en Europe d'une politique monétaire de QE.

1. Les conditions du –relatif– succès du QE aux États-Unis ne semblent pas transposables en Europe.

Le financement de l'économie de notre continent reste dépendant de l'intervention des banques. Il en découle que la baisse des taux de marché sur l'ensemble de la courbe des échéances a mécaniquement moins d'incidence économique en Europe qu'aux États-Unis.

Il en découle aussi que la rentabilité des banques reste un élément essentiel de la reprise du crédit en Europe. Or les banques européennes voient leurs marges se réduire du fait même de la baisse des taux tandis que, dans le même temps, elles doivent augmenter leur capital pour respecter la réglementation, alors que le coût de ce capital est supérieur au retour obtenu sur investissement.

Dans ces conditions, la courroie de transmission – par les banques – de la politique monétaire de la BCE est significativement fragilisée.

2. Les éléments, essentiellement structurels, qui expliquent la croissance modérée de l'économie la zone euro ne paraissent pas de nature à être corrigés systématiquement par la création de nouvelles liquidités.

Un exemple : les banques périphériques, dont certaines ont plus de 15 % de prêts non performants dans leurs portefeuilles, ne sont guère incitées à prêter davantage, même si elles peuvent désormais accéder à de la liquidité Banque Centrale à des taux plus faibles. De ce point de vue, on peut dire que la politique de QE a atteint le point où son rendement commence à décroître. De manière plus générale, la croissance de la productivité continue à décélérer dans les pays avancés. Or

c'est dans les pays les plus en retard de ce point de vue que les réformes de structure ont marqué le pas depuis quelques années.

3. Comme en toutes choses, il faut toujours prendre garde à préserver les repères fondamentaux, parce que ce sont eux qui limitent les incertitudes et sont à la base de la confiance.

Or le fait de pousser à l'extrême une politique d'aisance monétaire dans l'espoir – irréaliste aux yeux des certains – de « forcer » l'inflation à remonter rapidement à près de 2 %, alors que l'évolution sous-jacente des prix en Europe (autour de 1 %) n'apparaît pas anormale compte tenu de l'environnement économique, le fait aussi, pour certains, d'être tentés par les « taux négatifs », conduisent à s'interroger sur les conséquences profondes de telles politiques sur l'épargne, sur la qualité des actifs, sur la pérennité de l'investissement et sur la stabilité des marchés. Les risques encourus pourraient être considérables pour l'avenir, non seulement de nos économies, mais de nos sociétés. Même s'il est évident que le taux d'intérêt naturel d'équilibre a tendance à baisser dans un environnement de faible croissance, cela ne veut pas dire pour autant qu'il doive devenir négatif.

Le taux d'intérêt restera toujours le prix que l'épargnant est en droit d'attendre du fait qu'il se prive, pendant un temps donné, de jouir immédiatement de sa liquidité. Dire que ce prix doit être négatif va à l'encontre du sens commun (le temps serait aboli) et pourrait avoir de lourdes conséquences.

Comment pourrait-on calculer avec des taux négatifs les rendements escomptés d'un projet d'investissement ? Quel serait l'avenir, dans une économie de marché, des projets d'investissement à long-terme incorporant des coûts fixes et des risques élevés ? Qui les financerait sans être rémunéré en conséquence ?

L'allocation des ressources tend à perdre de son efficacité quand les taux d'intérêt deviennent très faibles. En effet, seuls peuvent

être retenus les projets qui sont viables avec des taux très bas les projets moins rentables et plus risqués, mais peut-être socialement bénéfiques, sont écartés. Au surplus, la durée des investissements tend pour sa part à se raccourcir dans un environnement de taux bas.

4. La volatilité actuelle des marchés n'est évidemment pas sans lien avec les politiques de QE pratiquées dans le monde depuis quelques années.

La création massive de liquidités qu'impliquent ces politiques a favorisé la montée de l'endettement et la recherche de rendements plus élevés. Il en est résulté des mouvements de capitaux massifs et une accumulation considérable de la dette en dollars des pays émergents.

Avec le ralentissement de l'économie chinoise, la baisse du prix des matières premières, la hausse du dollar et les premiers signes d'une normalisation de la politique monétaire américaine, cette masse d'endettement commence à se désagréger. Nombre de détenteurs de titres de dettes libellés en dollars cherchent à les rembourser et, pour cela, sont obligés de vendre les actifs qu'ils possèdent. D'où l'extrême volatilité des Bourses et de l'ensemble des marchés (y compris des changes).

À cet égard, il serait futile d'espérer bénéficier de la « guerre des monnaies » (ou plus exactement de la compétition des QEs) pour en retirer un avantage commercial.

La vérité est malheureusement plus simple : ce n'est pas par la création de liquidités ou des « dévaluations par politiques monétaires interposées » que l'on résoudra les problèmes de la croissance. Trop de dette mène toujours à la formation de bulles, à des risques plus élevés et donc aux crises.

Cette analyse ne cherche pas à bouleverser la donne de façon radicale. L'auteur, trop conscient des effets possibles que pourrait avoir sur les marchés un changement brutal

d'objectif, plaide plutôt pour un retour à la patience et à la modération. Si l'on acceptait de considérer que l'environnement économique sous-jacent en Europe ne semble guère compatible avec le retour rapide à une inflation à 2 %, la Banque Centrale pourrait accueillir les statistiques mensuelles de prix avec plus d'équanimité. La pression qui s'exerce aujourd'hui sur la BCE pour « réagir » aussitôt à chaque épisode de « mollesse » de l'inflation nominale (CPI) est, en effet, exagérée.

J'ajoute que, pour éviter trop de remous interrégionaux, notamment sur les changes, que pourrait générer un changement de mentalité tel que suggéré, il serait temps que les grandes puissances s'entendent et se concertent sur une politique monétaire globalement plus « modérée » (c'est-à-dire moins systématiquement « hyperactive »). Cette coordination internationale réduirait les effets négatifs externes de stratégies exclusivement nationales.

Le danger de la situation présente est, d'un certain point de vue, paradoxal : plus la politique monétaire croit bien faire en accentuant son aisance, moins les investisseurs semblent vouloir « en profiter » pour investir. Si les taux d'actualisation projetés par les investisseurs privés restent élevés et s'avèrent, de fait, de plus en plus conservateurs en dépit de la baisse des taux ambiants, c'est peut-être que les conséquences extrêmes de la facilité monétaire et leurs perspectives ajoutent encore à l'incertitude et au manque de confiance des marchés sur la croissance future. Dans un tel contexte, il est d'autant plus vital que les banques centrales inspirent confiance aux acteurs économiques et aux investisseurs en renforçant les repères de stabilisation de long terme.

Jacques de Larosière en quelques dates

- 1958** Entrée à l'Inspection des Finances
- 1974-1978** Directeur du Trésor
- 1978-1987** Directeur général du FMI
- 1987-1993** Gouverneur de la Banque de France
- 1993-1998** Président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement
- 1998-2008** Conseiller du Président de BNP Paribas
- 2000-2015** Président d'Eurofi
- 2008-2009** Président du Haut Comité sur la réforme de l'architecture de surveillance financière européenne
- 1999-présent** Président de l'Observatoire de l'Épargne Européenne (OEE)
- 2004-présent** Président du Comité Stratégique de l'Agence France-Trésor

Il est aussi membre du G30, membre de l'Académie des Sciences Morales et Politiques de l'Institut de France, Grand Officier de la Légion d'Honneur et KBE.

Les Cahiers de l'OEE



L'OEE réunit des parties prenantes de l'épargne en Europe souhaitant améliorer la connaissance et la compréhension de l'épargne, du crédit et de l'investissement.

Des projets de recherche associant des universitaires et des professionnels sont chaque année lancés par l'OEE sur des thèmes décidés par le Conseil Scientifique de l'association.

Des *Briefing Papers* font le point, de manière synthétique et pédagogique, des apports de la recherche sur des enjeux pratiques de l'épargne en Europe.

Les *Cahiers de l'OEE* présentent des travaux descriptifs ou normatifs réalisés par les membres et par l'équipe de l'OEE. Ces articles résultent d'un suivi permanent des tendances du marché, de l'expérience pratique des membres de l'association, et des études commandées par des institutions européennes ou internationales.

