

IL EST TEMPS DE NORMALISER LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BCE

par Peter Bofinger

La Banque centrale européenne (BCE) a prévu de mettre un terme à son programme d'assouplissement quantitatif (QE) à la fin de l'année. Cette décision a été annoncée il y a longtemps, et elle ne devrait donc pas être source d'instabilité. Mais en cas de problème majeur, la BCE pourrait s'inspirer du modèle de contrôle de la courbe des rendements appliqué par la Banque du Japon depuis septembre 2016.

Si tout se passe comme prévu, la Banque centrale européenne (BCE) mettra un terme à son « programme étendu d'achats d'actifs » à la fin de l'année. Elle marquera ainsi la fin d'une phase de trois ans, pendant laquelle 2 billions d'euros d'obligations des secteurs public et privé ont été achetées. L'ampleur considérable de ces mesures non conventionnelles pose naturellement la question des répercussions de la fin annoncée du programme pour le système financier et l'économie réelle dans la zone euro.

Compte tenu du mandat de la BCE – assurer la stabilité des prix dans la zone euro –, les prévisions actuelles vont dans le sens d'une normalisation de la politique monétaire. Pour 2019, 2020 et au-delà, il est fort probable que l'inflation sera proche de l'objectif de la BCE, à savoir un taux « inférieur à, mais proche de 2 % ». La zone euro est par ailleurs revenue à une croissance stable suite à la récession de 2012 et de 2013. Il n'est donc plus manifestement nécessaire

d'adopter des mesures de politique monétaire exceptionnelles.

La transition vers une politique monétaire « normale » n'est toutefois pas sans risque, en particulier pour l'évolution des taux d'intérêt à long terme dans les États membres de la zone euro. En principe, cette transition devrait s'opérer sans difficulté majeure. Étant donné que la BCE a annoncé sa décision depuis longtemps et que les marchés financiers s'appuient sur des anticipations prospectives, cette transition devrait déjà se refléter dans le prix des obligations.

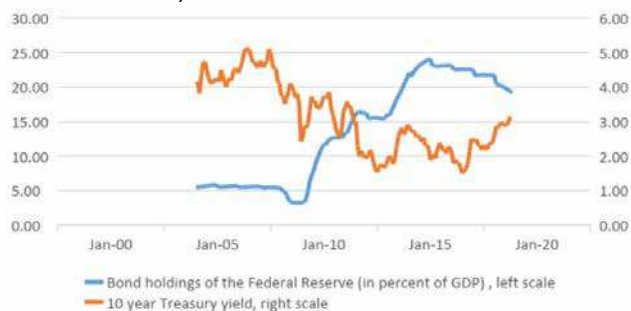
L'impact direct de l'assouplissement quantitatif sur les rendements obligataires n'est pas évident.

Si l'on observe l'évolution de la situation aux États-Unis, une nouvelle baisse des rendements obligataires n'est pas improbable, comme ce fut le cas après la fin des rachats d'obligations (voir le graphique 1). Il

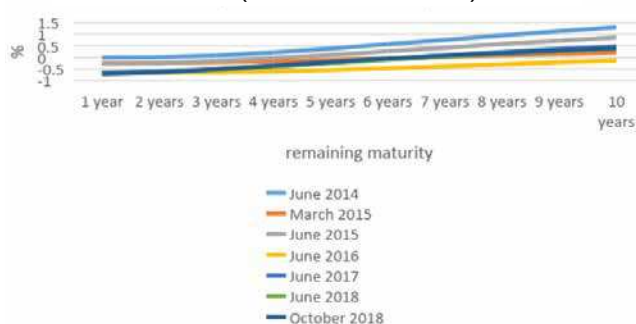
est en effet impossible d'identifier des relations concomitantes systématiques entre le volume des achats d'obligations par les banques centrales et les rendements obligataires, ce qui pose un problème de taille. Par exemple, la courbe de rendement des obligations de l'État allemand a enregistré une progression plus nette à partir de juin 2016, alors que la BCE continuait d'acheter de grandes quantités d'obligations (voir le graphique 2). Il est évident que l'effet direct des achats d'obligations sur les prix, et donc sur les rendements, est largement compensé, voire surcompensé, par des effets d'anticipation indirects.

Il est dès lors très difficile de prévoir l'effet qu'aura l'arrêt des rachats d'obligations. Au vu de l'importance des taux d'intérêt à long terme pour la stabilité du système bancaire et, en particulier, pour les marchés immobiliers dans la zone euro, la BCE ne devrait pas renoncer complètement à son influence sur les marchés des capitaux à la fin de son programme d'assouplissement quantitatif.

Obligations de Réserve Fédérale (en pourcentage du PIB) et rendement du Trésor sur 10 ans



Courbe de rendement des Bonds allemands à 10 ans (données de fin de mois)



La fin du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE marque la fin d'une phase de trois ans, pendant laquelle 2 billions d'euros d'obligations du secteur public et privé ont été achetées.

L'expérience de la Banque du Japon

En cas d'évolution erratique des marchés, la BCE pourrait envisager de s'inspirer de la stratégie de politique monétaire adoptée par la Banque du Japon (BdJ). En septembre 2016, la BdJ a annoncé la mise en place d'un « contrôle de la courbe des rendements », dans le cadre duquel elle entend contrôler simultanément les taux d'intérêt à court et à long terme. Ce programme prévoit pour les rendements des obligations d'État japonaises à 10 ans un écart symétrique autour de zéro. Cet écart était initialement de +/- 0,1 %, et il est récemment passé à +/- 0,2 %.

La stratégie japonaise permettrait à la BCE – du moins pour la période suivant directement la fin des rachats d'obligations – d'annoncer une stabilisation des taux d'intérêt à long terme. Pour ce qui est des effets sur les rendements obligataires, cette approche serait fondamentalement différente du QE, étant donné qu'elle ne ciblerait pas directement les volumes d'obligations, mais bien leur prix.

Dans le cadre institutionnel spécifique de l'union monétaire européenne, cette stratégie ne devrait pas cibler les taux d'intérêt des obligations d'État, car la BCE

risquerait alors d'être accusée de financement monétaire des États membres, ce qui est explicitement interdit dans le Traité de Maastricht. La BCE devrait plutôt envisager de cibler le taux d'intérêt moyen des obligations d'État à long terme émises par les États membres, pondéré selon la clé de répartition du capital de la BCE. L'avantage serait que la BCE ne devrait pas intervenir dans les réallocations de portefeuille entre les obligations des États membres, car elles ne modifient pas le taux moyen. En outre, les acteurs du marché continueraient d'assumer un risque substantiel pour ce qui est du développement des rendements obligataires individuels. La « discipline des marchés » – la répartition du risque entre les rendements obligataires des États membres, que de nombreux économistes, surtout en Allemagne, considèrent comme une caractéristique essentielle de l'union monétaire – resterait de vigueur.

Une première analyse du système de contrôle de la courbe des rendements de la BdJ, réalisée par Clarida et al. (2018), conclut à des résultats plutôt positifs : « Depuis sa mise en place en septembre 2016, ce système a permis à la BdJ de contrôler plus efficacement la courbe des rendements. » La quantité d'obligations d'État japonaises que la BdJ devait acheter a diminué, et des opérations d'achat à taux fixe ont été utilisées avec succès

pour stabiliser la courbe des rendements. Cette réussite est partiellement due à la crédibilité de la BdJ et à sa stratégie de communication.

Quoi qu'il en soit, le temps est venu de passer à une politique monétaire « normale ». La fin des rachats d'obligations par la BCE répond à la stabilisation de l'économie de la zone euro et aux perspectives à moyen terme pour l'évolution des prix, ce qui correspond au mandat de politique monétaire prévu dans le Traité.



> AUTEUR

Peter Bofinger est professeur d'économie monétaire et internationale à l'université de Würzburg, et membre du Conseil allemand des experts économiques. Ses thèmes de prédilection sont l'intégration européenne et l'économie monétaire.