



# Rencontres économiques

**La déflation est-elle  
encore à craindre  
en zone euro ?**

19 mai 2015

## Synthèse



# Sommaire

<b>Sommaire.....</b>	<b>0</b>
<b>La déflation est-elle encore à craindre en zone euro ? .....</b>	<b>2</b>
<b>Introduction .....</b>	<b>2</b>
Rémi JEANNIN .....	2
<b>Les mesures de la Banque Centrale Européenne face au risque d'une inflation durablement faible .....</b>	<b>2</b>
Stéphane DEES .....	2
<b>Quel bilan de la politique monétaire en zone euro ? .....</b>	<b>7</b>
Xavier TIMBEAU .....	7
● Les mécanismes de la déflation .....	7
● Les risques de la déflation .....	9
● Le rôle des anticipations .....	10
<b>Quel pilotage macroéconomique en zone euro ?.....</b>	<b>11</b>
Agnès BENASSY-QUERE .....	11
● Le fonctionnement de la politique économique dans la zone euro.....	11
● L'échec de la coordination.....	12
● Problèmes et propositions d'amélioration du semestre européen .....	14
<b>Echanges avec la salle .....</b>	<b>15</b>
<b>Sigles.....</b>	<b>19</b>

# La déflation est-elle encore à craindre en zone euro ?

## Introduction

Rémi JEANNIN

*Agrégé de sciences sociales, Cité de l'économie, Banque de France*

En zone euro, l'inflation mesurée par l'évolution de l'indice des prix est en territoire légèrement négatif depuis décembre 2014 (- 0,1 % de mars à mars). Or, **l'objectif de la BCE est d'atteindre une inflation proche mais inférieure à 2 %**. La politique monétaire ne parvient pas à remplir cet objectif car les taux d'intérêt directeurs (taux d'intérêt à court terme qui permettent le refinancement des banques) sont pour la plupart proches de zéro, voire négatifs pour les banques qui déposent des réserves auprès de la BCE. Dans le passé, cette politique monétaire devait avoir pour effet de baisser les taux d'intérêt que les banques elles-mêmes proposaient à leurs clients pour relancer la consommation et l'investissement et se rapprocher de l'objectif d'inflation de 2 %. La politique monétaire traditionnelle est-elle encore adaptée ? Les canaux de transmission sont-ils bloqués ? D'un territoire légèrement négatif serait-il possible de glisser vers un territoire nettement négatif, c'est-à-dire vers une déflation ? **Une déflation est un processus durable et cumulatif de baisse du niveau général des prix.** Lors de la crise des années 30, appelée la « Grande dépression », la baisse des prix a suscité de l'attentisme. Dès lors que les agents retardent leurs dépenses, la consommation et l'investissement s'en ressentent, la baisse des prix se poursuit et les salaires baissent également. Faut-il craindre une déflation en zone euro ?

## Les mesures de la Banque Centrale Européenne face au risque d'une inflation durablement faible

Stéphane DEES<sup>1</sup>

*Conseiller à la Direction générale des Questions Économiques, Banque Centrale Européenne (BCE)*



Le problème dans la transmission de la politique monétaire

### Les défis

Au cours de la crise, la BCE s'est trouvée confrontée à trois principaux défis :

- maintenir la confiance dans la monnaie unique dans un contexte de forte instabilité financière et d'incertitude ;
- maintenir la stabilité des prix malgré la fragmentation financière dans la zone euro ;
- **faire face au risque d'inflation durablement faible** alors que l'ensemble des instruments conventionnels avait été déjà utilisé.

### Les canaux de transmission

La transmission normale de la politique monétaire à l'évolution des prix s'effectue par des canaux directs (anticipations, taux du marché monétaire) et indirects (prix d'actifs, taux bancaires, taux de change, monnaie, crédit, fixation des salaires et des prix en fonction des conditions d'offre et de demande sur les marchés des biens et du travail). Le taux d'intérêt directeur agit sur l'évolution des prix par le biais de ces différents canaux.

**Pendant la crise, un grand nombre de ces canaux n'ont pas pu fonctionner** (cf. figure 1).

---

<sup>1</sup> Les opinions exprimées sont celles de l'intervenant et ne correspondent pas nécessairement à celles de la Banque Centrale Européenne.

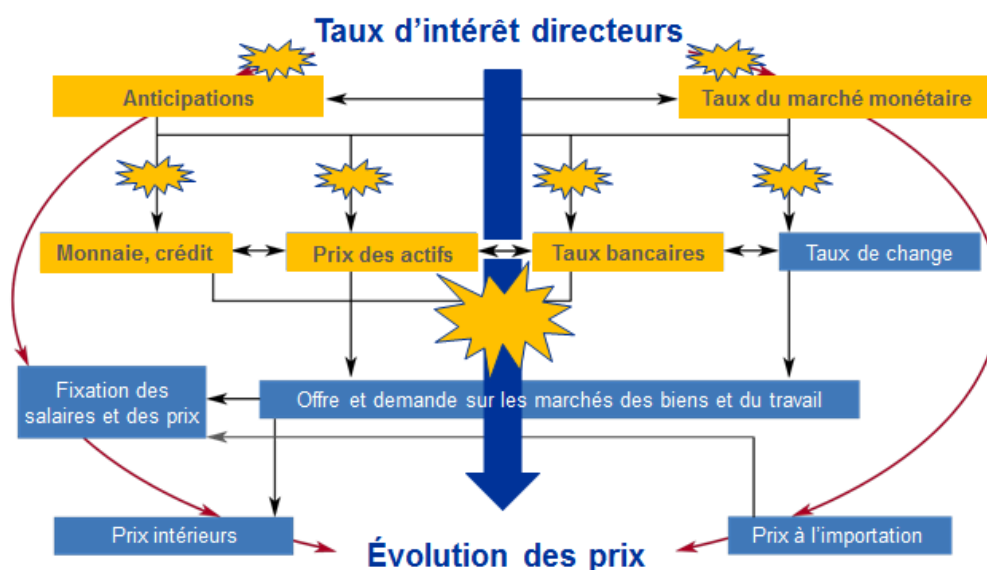


Figure 1 : Obstacles au bon fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire

### La réponse de la BCE face à la crise

Face au blocage des canaux classiques de transmission de la politique monétaire, la stratégie de la BCE a été de réduire le taux d'intérêt directeur pour contrer les risques qui pèsent sur la stabilité des prix (mesure conventionnelle) et de préserver ou rétablir le bon fonctionnement du mécanisme de transmission en présence de marges de manœuvre limitées sur les taux d'intérêt (mesures non conventionnelles).

#### Chronologie des mesures

Les mesures prises depuis le début de la crise :

- octobre 2008 : mesures exceptionnelles en termes de liquidité ;
- juin 2009 : programme d'achat d'obligations sécurisées ;
- mai 2009 : programme pour les marchés de titres ;
- décembre 2011 : mesures de soutien au crédit bancaire et à l'activité du marché monétaire (Opération de refinancement à très long terme avec une maturité de 3 ans) ;
- août-septembre 2012 : annonce des opérations monétaires sur titres (OMT) ;
- juillet 2013 : politique de « *forward guidance* »<sup>2</sup> (la BCE fournit des indications sur la trajectoire future des taux d'intérêt directeurs pour permettre aux agents de mieux anticiper les taux) ;
- juin 2014 : introduction d'un taux d'intérêt négatif sur la facilité de dépôt ;
- **septembre 2014 : dernière baisse des taux d'intérêt directeurs et programme de soutien au crédit à l'économie** (opérations de refinancement à plus long terme ciblées et achats d'actifs privés) ;
- **janvier 2015 : programme étendu d'achats d'actifs.**<sup>3</sup>

#### Motivations et objectifs

Au cours de la période qui a suivi l'annonce des programmes OMT en août-septembre 2012, la BCE a réduit le taux principal de refinancement des banques (cf. figure 2). Cette réduction s'est répercutée de manière hétérogène sur les coûts d'emprunt des entreprises : pour certaines, le coût du crédit est resté pratiquement inchangé, tandis qu'il a baissé largement pour d'autres (davantage que le taux de refinancement lui-même). Ce résultat contraste avec la baisse normale des taux d'intérêt constatés lors du cycle précédent et confirme la présence d'une forte fragmentation des conditions financières des pays de la zone euro. **La politique monétaire conventionnelle ne s'est pas transmise uniformément dans les différents pays. C'est pourquoi la BCE a complété les mesures conventionnelles par des mesures non conventionnelles.**

<sup>2</sup> Voir : [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1\\_mb201404en\\_pp65-73en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201404en_pp65-73en.pdf)

<sup>3</sup> Voir : [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.fr.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.fr.html)

### Taux directeurs de la BCE et taux de marché EONIA (%)

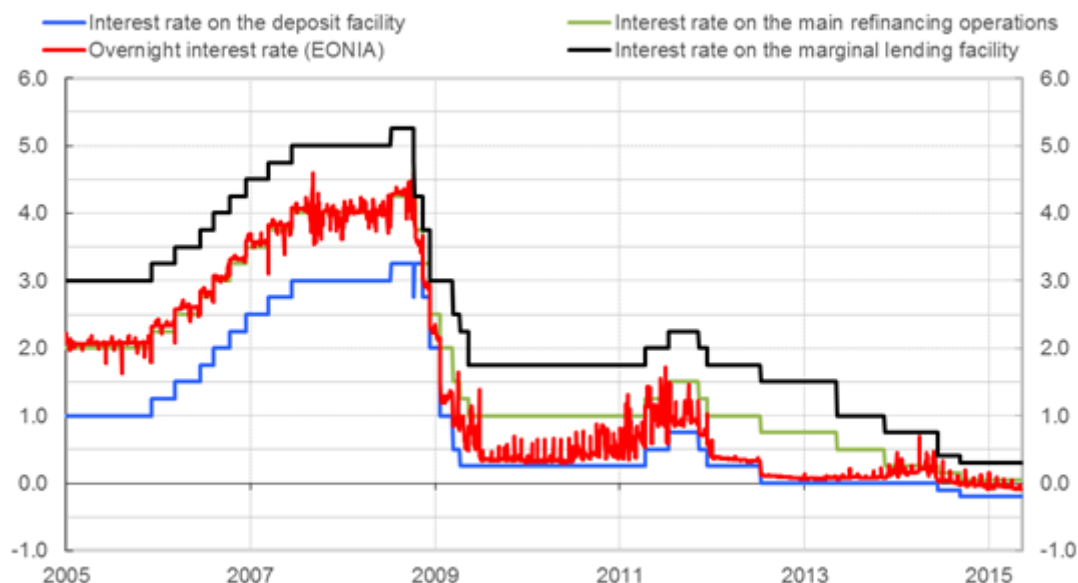


Figure 2 : Evolution des taux d'intérêt directeurs de la BCE

#### Première étape des mesures récentes

**La première étape entre juin et septembre 2014 comprend la baisse des taux d'intérêt directeurs et le programme de soutien au crédit à l'économie.** La baisse des taux directeurs jusqu'à leur borne inférieure s'est effectuée en deux temps afin de mieux négocier la transition vers des taux négatifs et permettre au marché monétaire de continuer à fonctionner sans difficulté. Les mesures d'assouplissement du crédit ont pour objectif de soutenir l'économie en relançant l'offre de crédits. Elles sont de trois types :

- opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTROs en anglais, *Targeted Longer-Term Refinancing Operations*).
- programme d'achats de titres adossés à des actifs (ABSPP en anglais, *Asset-Backed Securities Purchase Programme*) ;
- programme d'achats d'obligations sécurisées (CBPP en anglais, *Covered Bond Purchase Programme*).

Les opérations de refinancement ciblées consistent à offrir de la liquidité aux banques à condition qu'elles prêtent ces fonds à l'économie réelle (ménages et entreprises). L'achat de titres adossés à des actifs ou des obligations permet de diriger le surplus de liquidité vers des segments de marché qui influencent directement les conditions de financement des banques, et donc les coûts d'emprunt. L'objectif ultime est de restaurer les conditions normales de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle afin de stimuler le crédit, soutenir la reprise et aider à maintenir la stabilité des prix à moyen terme.

Quand bien même il est trop tôt pour tirer des conclusions, les observateurs notent d'ores-et-déjà une amélioration des conditions de financement. Les premières opérations ciblées ont provoqué la baisse des taux de refinancement à long terme, ce qui a incité les banques à prêter et réduit le coût du crédit bancaire. D'après une enquête de la BCE (*Bank lending survey*)<sup>4</sup>, le relâchement des contraintes sur l'offre de crédits dans la zone euro s'est accéléré notamment à partir du quatrième trimestre 2014. Les effets sont également visibles dans la baisse du coût du crédit aux entreprises à partir de l'été 2014, notamment dans les pays où les verrous de transmission des mesures conventionnelles étaient les plus forts.

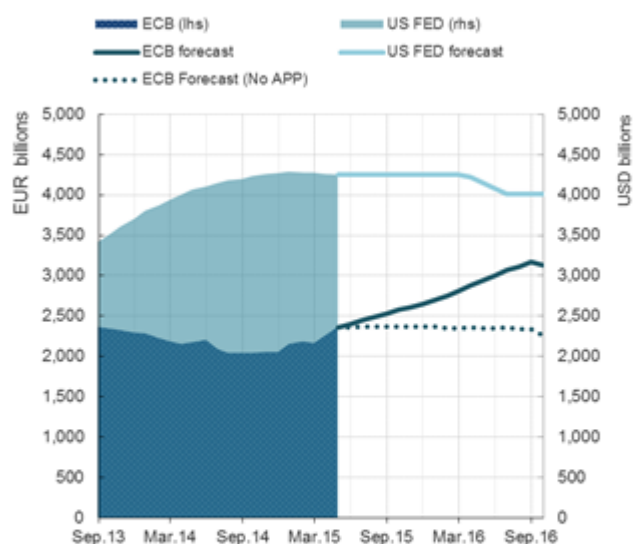
<sup>4</sup> Voir : <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>

Seconde étape des mesures récentes

**Parallèlement à la question de la liquidité, il a fallu faire face au risque d’une inflation durablement faible.** Début 2015, les indicateurs d’inflation étaient à un niveau historiquement bas (plus bas qu’en 2009 et 2014). Ce à quoi s’est ajoutée une forte baisse des cours du pétrole et donc une nouvelle baisse de l’inflation. Or, une inflation trop faible pendant une trop longue durée risque d’affecter les anticipations et ainsi de s’auto entretenir. Les indicateurs excluant les composantes volatiles étaient notamment moins résilients que par le passé. Les indicateurs liés aux anticipations d’inflation étaient également largement affectés en 2014 et janvier 2015 alors qu’ils étaient peu affectés en 2009. Ce constat peut signaler un risque accru de compromettre l’ancrage des anticipations d’inflation, entraînant une perte de crédibilité pour la BCE. Il fallait donc agir de manière rapide et forte pour éviter les pressions déflationnistes.

**La seconde étape à partir de janvier 2015 comprend le programme étendu d’achats d’actifs de l’Eurosystème.** Le programme d’achat d’actifs a été étendu à des titres émis par les gouvernements et institutions publiques de la zone euro. Ce programme prévoit l’achat d’un volume cumulé de 60 milliards d’euros par mois au moins jusqu’en septembre 2016 (cf. figure 3). Le Conseil des gouverneurs l’arrêtera lorsqu’il constatera un ajustement durable de l’évolution de l’inflation conforme à son objectif de taux inférieur, mais proche de 2 % à moyen terme. Ce programme est adapté aux particularités institutionnelles de la zone euro.

**Taille des bilans de la BCE et de la FED, courants et anticipés** (milliards d’euros; milliards de dollars US)



Sources: calculs BCE.

Notes : la prévision de taille du bilan de la BCE prend en compte le remboursement des VLTRO, les tombées du SMP et du CBPP et une estimation de la demande pour le TLTRO. Le programme d’achats étendu est calibré sur un rythme de 60 Mds/mois d’achats de titres publics et privés entre mars 2015 et septembre 2016. Les substitutions entre programmes sont estimées sur la base des observations historiques.

Figure 3 : Taille des bilans de la BCE et de la Fed



Premiers effets du programme d’achat d’actifs

Canaux de transmission

Le programme d’achat d’actifs se transmet aux conditions de financement par le biais de quatre canaux :

- des effets de signal : les anticipations de taux faibles pendant une période prolongée et un meilleur ancrage des anticipations d’inflation créent un choc de confiance positif nécessaire à la reprise de l’investissement privé ;
- des effets de portefeuille : les achats par la BCE de bons émis par les gouvernements et la réduction du rendement de ces titres incitent les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles vers d’autres actifs plus

risqués, ce qui conduit à l'amélioration des conditions financières sur un ensemble élargi d'actifs financiers (au-delà du segment de marché directement ciblé par la BCE) ;

- une transmission directe : la réduction des taux sans risque entraîne la réduction des taux d'emprunt ;
- un effet de taux de change (même s'il ne constitue pas un objectif en soi pour la BCE).

Les études empiriques consacrées aux programmes d'achats d'actifs des banques centrales durant la crise suggèrent des effets significatifs sur les conditions financières par le biais des effets de portefeuilles et de transmission directe. La plupart des études concluent à des effets forts sur les taux longs, d'environ 40 points de base en moyenne. En revanche, les effets sur l'ensemble de l'économie sont plus incertains.

#### Premiers effets constatés

Les premiers effets du programme lancé en janvier sont :

- des effets de signal liés à l'augmentation attendue du bilan de la BCE ;
- les révisions des anticipations sur le taux des marchés monétaires ;
- un effet de taux de change : l'euro s'est déprécié largement dès 2014 du fait notamment des actions divergentes des banques centrales ;
- des effets directs sur les taux souverains et des effets de portefeuille indirects sur un nombre élargi d'actifs financiers.

#### Perspectives d'inflation

L'inflation devrait se maintenir à un rythme très bas ou négatif dans les prochains mois à cause de la baisse des prix du pétrole en 2014. Elle devrait persister à un rythme faible jusqu'en 2016. Puis, grâce aux mesures de politique monétaire et à la reprise attendue de la demande, **les prix devraient augmenter graduellement vers la cible de 2 % en 2017**, ce que confirment les dernières projections de la BCE. La prise en compte des mesures de politique monétaire non-conventionnelles de la BCE a entraîné une révision à la hausse à la fois des projections de croissance et d'inflation par les services de la BCE mais aussi par de nombreux prévisionnistes institutionnels et privés.

#### **Rémi JEANNIN**

L'Euro est parfois accusé (à tort) d'avoir augmenté le coût de la vie, et l'inflation est perçue comme un élément négatif. En quoi une inflation faible serait-elle meilleure qu'une inflation légèrement négative ? Pourquoi l'objectif d'inflation est-il proche mais inférieur à 2 % ?

#### **Stéphane DEES**

Les perceptions d'inflation des consommateurs font référence aux biens qu'ils achètent de manière régulière, comme les biens alimentaires ou l'essence, dont les prix ont parfois fortement augmenté. Elles ne reflètent pas une vision totale des dépenses de consommation car elles ne prennent pas en compte certains biens dont les prix ont baissé, comme les biens de nouvelles technologies. L'indice de prix à la consommation total utilisé par la BCE est resté inférieur à 2 % en moyenne depuis l'introduction de l'euro.

Il existe un débat sur les bénéfices ou non de l'inflation pour le consommateur. L'objectif d'une inflation légèrement positive vise à éloigner tout risque de déflation du fait des problèmes de mesure de l'indice des prix. La déflation a conduit à des expériences dramatiques par le passé, notamment au cours de la Grande dépression ou au cours de la crise japonaise des années 90. Les achats de biens sont repoussés dans le futur puisque les consommateurs s'attendent à une baisse continue des prix, ce qui participe à une faiblesse permanente de la demande et de la croissance. Les baisses persistantes du niveau général des prix reflètent des problèmes économiques fondamentaux.

#### **De la salle**

Quelle est la stratégie pour sortir des politiques actuellement menées par la BCE ? Car s'il est facile d'y rentrer, il est plus difficile d'en sortir politiquement parlant.

### **Stéphane DEES**

Le programme a été annoncé avec un volume de 60 milliards d'euros par mois jusqu'en septembre 2016 au moins. Le critère principal est la définition de la stabilité des prix dans la zone euro. Tant que le Conseil des gouverneurs ne sera pas persuadé que la trajectoire sera revenue à la définition de la stabilité des prix, la BCE continuera son programme d'achat d'actifs. Mais dès que l'objectif sera rempli, le programme prendra fin.

#### **De la salle**

Le QE n'a-t-il pas tendance à faire baisser l'euro et à créer une incapacité à redresser l'inflation ?

### **Stéphane DEES**

Le taux de change n'est pas une cible politique de la BCE. Toutefois, l'annonce du programme d'achat d'actifs a été un facteur des mouvements récents du taux de change, même si d'autres facteurs ont également joué. La baisse de l'euro participera à la stimulation des exportations, à la reprise de la demande et au retour de l'inflation vers sa cible. Les achats de titres passent par une série de canaux de transmission, dont celui du taux de change.

#### **De la salle**

Il y a-t-il des débats à l'intérieur de la BCE ou il y a-t-il un consensus général ?

### **Stéphane DEES**

Les décisions de politique monétaire sont prises par le Conseil des gouverneurs qui inclut les membres du directoire de la BCE. Il existe des débats parmi les gouverneurs. Certains sont moins favorables que d'autres aux mesures de politique monétaires non-conventionnelles. La BCE publie des comptes rendus des débats<sup>5</sup>.

## **Quel bilan de la politique monétaire en zone euro ?**

### **Xavier TIMBEAU**

*Directeur principal, Observatoire français des conjonctures économique (OFCE)*



Les mécanismes de la déflation

#### Evolution de l'indice des prix

En 2012, le rythme d'inflation était de l'ordre de 3 % pour la zone euro (cf. figure 4). Fin 2014-début 2015, il est entré en territoire négatif. Une grande partie de cette évolution est liée à la baisse du prix du pétrole. Depuis le début de la crise de 2007, l'évolution des prix sous-jacents est inférieure à l'objectif de la BCE. Depuis la deuxième crise de 2012, l'inflation sous-jacente continue de diminuer régulièrement, ce qui met en avant un phénomène profond. La prolongation de ce phénomène pourrait conduire à la déflation. Cette situation ne concerne ni le Royaume-Uni, ni les Etats-Unis, mais principalement la zone euro.

---

<sup>5</sup> Voir : <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141218.fr.html>



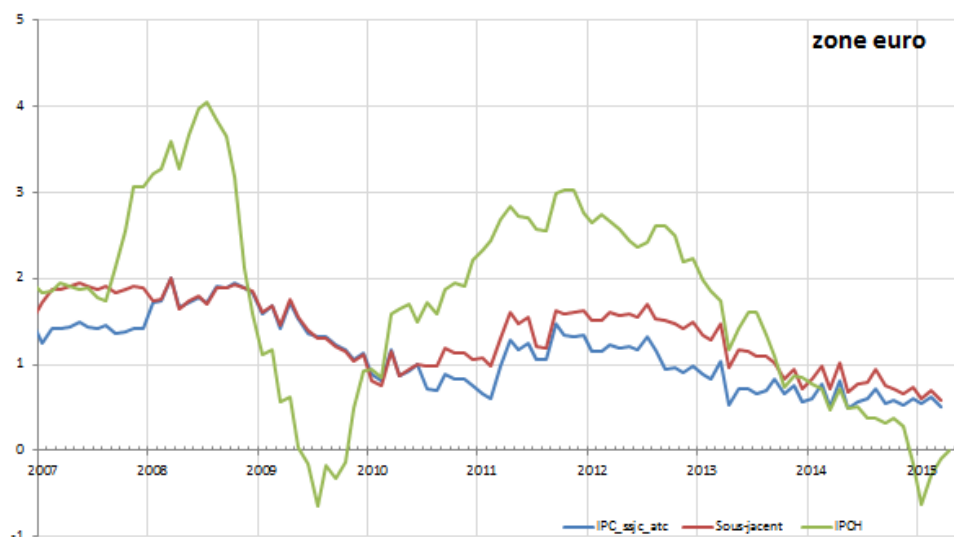


Figure 4 : Evolution de l'inflation en zone euro

### Mesure

La baisse récente du prix du pétrole a accéléré la prise de conscience de ce risque de déflation. Mais pour comprendre le phénomène, il est nécessaire de s'en abstraire. Les titres d'assurance sur l'inflation donnent une mesure du montant que les intervenants sur les marchés financiers sont prêts à payer pour se protéger de l'inflation. En zone euro, cet indicateur montre qu'à la fin de l'année 2013, les anticipations d'inflation à long terme sont devenues inférieures à la zone de confort. La dégradation des anticipations en zone euro a probablement causé un effet de contagion sur les Etats-Unis. La source de la situation est européenne, mais les conséquences peuvent s'étendre outre-Atlantique, ce qui a provoqué des pressions de la Fed sur la BCE. En janvier 2015, le programme de QE a inversé la dégradation des anticipations d'inflation, en Europe et aux Etats-Unis. Toutefois, l'indicateur n'est pas revenu dans la zone de confort donc le danger continue de couvrir.

L'indicateur des SPF<sup>6</sup> (*Surveys of professional forecasters*, enquêtes réalisées par la BCE auprès des professionnels de la prévision) est moins inquiétant. Les anticipations d'inflation à 5 ans restent proches de 2 %, même si elles sont à un niveau historiquement bas. Le nombre de prévisionnistes qui anticipent une déflation et doutent de la capacité de la BCE a tendance à augmenter. Le QE a peu joué sur les anticipations d'inflation à 5 ans. La situation est encore risquée. Les agents s'interrogent pour savoir si la politique de la BCE fonctionnera. Un indicateur principal permet de le savoir : le niveau du taux de change, davantage que la croissance.

### Rôle du QE

Ces dernières semaines, certains observateurs ont vu dans la remontée violente des taux souverains le risque d'un krach obligataire (cf. figure 5). Lorsque les taux d'intérêt remontent, le prix des obligations souveraines diminue, les détenteurs d'obligations les vendent en panique, et les taux d'intérêt remontent de nouveau, ce qui met les Etats dans une situation difficile. D'autres observateurs y ont vu une sonnette d'alarme concernant le risque de soutenabilité des dettes souveraines élevées en Europe, dont celle de la Grèce. En fait, il ne s'agit pas d'une augmentation de l'appréciation du risque de dette. La récente remontée des taux souverains s'est accompagnée d'une très faible remontée du coefficient mesurant le risque de dette. Selon ce coefficient, plus le lien entre le niveau de la dette publique et le taux d'intérêt que paye un Etat sur sa dette publique est fort, plus les marchés financiers considèrent que le risque de défaut sur la dette est élevé. A l'inverse, plus ce lien est faible, moins les marchés financiers considèrent qu'il existe un risque de défaut sur la dette. La hausse des taux est probablement une conséquence de la réussite du QE, qui s'est traduite par une remontée des anticipations d'inflation et s'est reportée de presque 1 pour 1 sur les taux d'intérêt souverains. **Les anticipations sont la clé du combat de la BCE et de l'ensemble des autorités économiques en Europe pour sortir de la crise et éviter de tomber dans la déflation.**

<sup>6</sup> Voir : <http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>

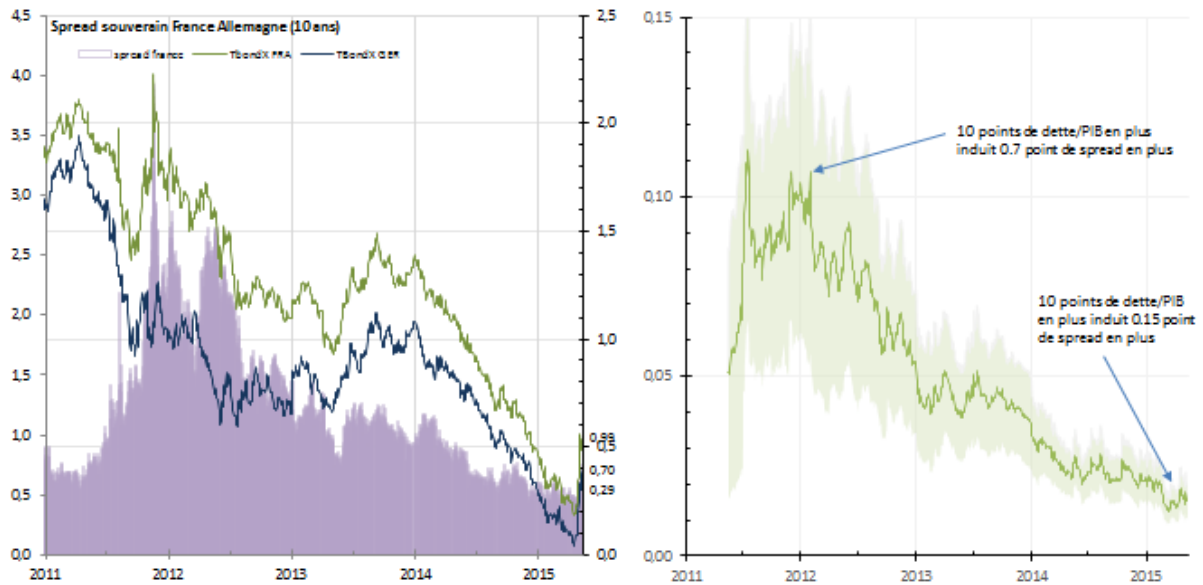


Figure 5 : Evolution des taux d'intérêt souverains

Les risques de la déflation

Perte de pouvoir d'achat

La baisse des prix n'est pas nécessairement bénéfique pour le pouvoir d'achat. Dans la situation actuelle, le moteur de la déflation est un chômage élevé et un effondrement des salaires réels. **Déflation et perte de pouvoir d'achat sont intimement liées** : il existe une relation de causalité de la perte de pouvoir d'achat vers la déflation. Le taux de chômage a commencé à baisser à partir du milieu de l'année 2013 en zone euro (cf. figure 6). Si la vitesse de baisse du chômage se prolonge, il faudra une décennie pour revenir au taux de chômage d'avant-crise. Cela signifie un risque de perte de confiance dans les dettes publiques et dans la capacité des banques centrales à rétablir la situation.

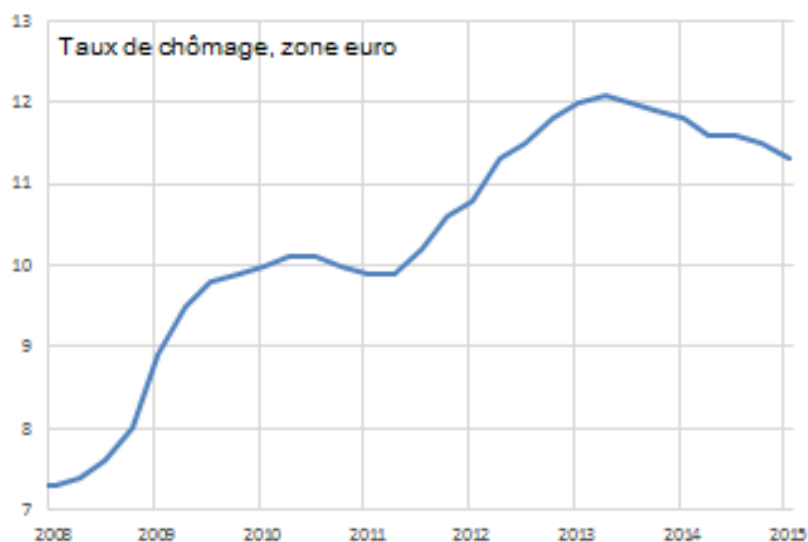


Figure 6 : Evolution du taux de chômage en zone euro

### Poids sur les dettes

Le danger principal d'entrée en déflation est double :

- **le renchérissement des dettes** : de nombreux agents privés et publics sont endettés en Europe. Leurs conditions de prêt deviendront extrêmement défavorables en cas de déflation (les taux ne pourront pas devenir négatifs). Il s'opèrera un transfert de richesse des prêteurs aux emprunteurs, doublé d'un risque de faillite des emprunteurs. Face à cette situation, une inertie s'instaurera car les agents souhaiteront réduire leur dette et contracteront leur demande. Le chômage et la pression à la baisse sur les prix et les conditions de financement resteront élevés. Les agents endettés seront étranglés ;
- **la prolongation de l'effort de réduction des dettes** : la situation serait problématique pour les agents qui décideront de s'endetter aujourd'hui. L'emprunt sera contracté à un taux bas, ce qui est stimulant pour les investissements. Mais si l'inflation est basse ou négative dans les années à venir, le taux réel pourra être très supérieur et représenter un risque de non rentabilité.



### Le rôle des anticipations

Si les agents anticipent que la BCE sera capable de remonter le taux d'inflation, ils investissent. Mais s'ils ne croient pas au succès de la BCE et anticipent un risque de non rentabilité trop élevé -comme c'est le cas d'une petite fraction d'agents-, ils retardent leurs investissements. Cette petite fraction peut manquer au retour de la croissance. La BCE a conscience du problème et a pris des mesures pour montrer qu'elle est attentive et prête à atteindre son objectif. Cependant, le chômage restant élevé, certains agents refusent d'investir, d'où le risque de déflation. Quand l'inflation devient négative, le simple fait de détenir des billets garantit un rendement positif. La BCE peut instaurer des taux d'intérêts négatifs sur les dépôts, mais pas sur la monnaie.

Il s'agit d'une situation d'équilibre double : soit l'inflation est rétablie, soit elle demeure faible. Tout dépend des anticipations. **Le chômage est source de déflation si les anticipations sont ancrées.** La politique monétaire de la BCE est expansive quand l'inflation est basse et restrictive quand l'inflation est haute. Si les anticipations d'inflation décrochent, l'inflation peut devenir négative, sous une forme de déflation lente qui empêche l'économie de rebondir, entre des agents trop endettés et des agents qui n'osent pas investir. Le gouverneur Mario Draghi a annoncé que la BCE allait jouer sur les anticipations. Mais son action dépend de l'accélération de la baisse du chômage. Si les agents doutent des capacités de la BCE à faire remonter l'inflation, cela provoquera un décrochage des anticipations d'inflation.

### Rémi JEANNIN

Comment ancrer ces anticipations de manière rationnelle ? Comment les agents peuvent-ils croire dans les objectifs de la BCE alors que les mécanismes de transmission des politiques monétaires non conventionnelles sont si incertains aux yeux des économistes ?

### Xavier TIMBEAU

Trois éléments sont nécessaires pour ancrer les anticipations :

- inventer de nouveaux canaux, car les canaux traditionnels ne fonctionnent pas ;
- consolider la confiance dans l'institution, car elle permet aux agents de baser leurs contrats sur cette confiance. D'où la nécessité de garantir une institution flexible, transparente et ouverte au débat. La BCE est prête à aller loin pour assurer que l'inflation sera de 2 % ;
- obtenir des résultats, car si le chômage baisse trop lentement, le risque est que les agents perdent confiance dans la BCE et dans l'ensemble des institutions de l'UE.

### De la salle

Est-ce que l'on constate aujourd'hui dans l'économie réelle des anticipations de déflation sur les achats immobiliers ou de voitures ? Par ailleurs, lorsqu'il est question d'anticipations de déflation, quel est le panel interrogé ?

### Xavier TIMBEAU

Je ne crois pas qu'il existe des effets de telles anticipations sur les achats. Si un agent a besoin d'acheter une voiture ou un téléviseur, il ne va pas attendre un an. L'inflation n'est pas un facteur déterminant pour les achats. Le facteur important est l'anticipation du salaire et du chômage. Si un agent anticipe une augmentation de son salaire, il peut reporter ses achats. Les perspectives de stabilité d'inflation sont importantes pour les agents qui projettent d'investir, car quelques points d'inflation peuvent changer la rentabilité d'un projet et sont donc de nature à en bloquer un certain nombre.

Le panel interrogé est le panel SPF (*Survey of professional forecasters*). Ce sont des cellules économiques de banques, des instituts de conjoncture, des entreprises et des économistes qui publient des prévisions. Ce panel n'étant pas représentatif et les prévisions d'anticipations d'inflation ne sont pas elles-mêmes représentatives.

### De la salle

Vous indiquez qu'il existe un enchaînement de cause à effet entre chômage, pression à la baisse sur les salaires, faible demande, faible croissance, faible inflation et faible investissement. Comment inverser ce cercle vicieux ? Ne faudrait-il pas une compétitivité relative pour relancer la croissance ?

### Xavier TIMBEAU

Il existe bien une logique du type « *serpent qui se mord la queue* ». Dans la situation actuelle d'équilibre multiple, les anticipations et leur coordination sont importantes. Si l'ensemble des agents se coordonnent pour anticiper un équilibre haut, la confiance nécessaire pour l'atteindre sera réunie. En revanche, si certains agents n'ont pas confiance et préfèrent se protéger contre le risque, l'économie atteindra l'équilibre bas. C'est à la BCE d'assurer la coordination des anticipations.

Le taux de change n'est pas affirmé comme un outil par la BCE, mais elle l'utilise pourtant pour sortir de la situation actuelle. L'avantage de la BCE est qu'elle lance une politique expansive en retard par rapport à la Fed, qui est en train de normaliser sa politique monétaire. Mais lorsque la Fed a décidé de retarder la normalisation de sa politique monétaire pour lutter contre l'appréciation du dollar, l'euro s'est apprécié et la BCE a continué sa politique expansive. La zone euro est en compétition avec les Etats-Unis pour lui prendre un peu de croissance, ce qui explique pourquoi la BCE ne révèle pas que le taux de change est l'un de ses objectifs. Toutefois, le taux de change ne peut pas être le seul levier, car si la BCE dévaluait fortement l'euro, les Etats-Unis ne resteraient pas sans réagir.

## Quel pilotage macroéconomique en zone euro ?

### Agnès BENASSY-QUERE

*Présidente-déléguée, Conseil d'Analyse économique (CAE)*

La BCE a coutume de dire qu'elle se sent seule dans la conduite de la politique macroéconomique. Quelles sont les défaillances et comment les surmonter ? Cette présentation s'appuie sur une note du CAE (Conseil d'analyse économique) parue récemment<sup>7</sup>, coécrite avec Xavier Ragot, président de l'OFCE.



Le fonctionnement de la politique économique dans la zone euro

#### La vision Maastrichtienne

Dans la conception Maastrichtienne, le fonctionnement de la zone euro était supposé simple. **La répartition des rôles établissait que la politique monétaire réglerait les chocs symétriques et que la politique budgétaire réglerait ceux spécifiques à un pays.** Cette vision prévoyait que les chocs que subiraient les économies seraient surtout symétriques. La politique monétaire de la BCE serait donc à même d'y faire face par une baisse des taux d'intérêt en cas de choc récessif ou par une hausse des taux d'intérêt en cas de choc inflationniste. Cette vision estimait qu'une fois l'équilibre budgétaire rétabli grâce au Pacte de stabilité et de croissance, si un pays

<sup>7</sup> Pour une politique macroéconomique d'ensemble en zone euro, Agnès Benassy-Quéré et Xavier Ragot, CAE, mars 2015 (Disponible : <http://www.cae-eco.fr/IMG/pdf/cae-note021v3.pdf>)

subissait un choc spécifique de grande ampleur, les marges de manœuvre resteraient importantes du fait d'une forte capacité de stabilisation budgétaire.

Par ailleurs, l'intégration financière et la diversification des portefeuilles seraient stabilisantes. Or, une incohérence n'a été perçue que récemment : l'essentiel de la création monétaire n'est pas du ressort de la BCE mais des banques nationales. Dans la construction maastrichtienne, **la surveillance bancaire reste nationale.**

La crise qu'a subie la zone euro à partir de 2009 a fait voler en éclat cette vision.

#### La vision post-crise

La politique monétaire ne peut pas tout. En cause : un taux d'intérêt plancher, une fragmentation du marché, la non transmission de la politique monétaire expansionniste par les banques dans certains pays, les problèmes posés par les politiques non conventionnelles car la zone euro n'est pas une fédération.

Concernant la politique budgétaire, il existe peu de marges de manœuvre budgétaires par manque d'ajustement des finances publiques avant que la crise n'éclate ou par ajustement factice. De plus, l'Irlande et l'Espagne ont été touchées par un choc tellement massif que la politique budgétaire s'est avérée insuffisante.

L'intégration financière était factice ; elle n'a pas survécu à la crise. Bien plus, les chocs peuvent venir des banques, qui peuvent être déstabilisantes, avec de puissantes externalités entre les Etats.

Dans la vision Maastrichtienne, à un instrument correspondait un objectif (la politique monétaire pour l'inflation agrégée dans la zone euro et la politique budgétaire pour un PIB stable au niveau des Etats). **Dans la vision post-crise, plusieurs instruments sont nécessaires pour chaque objectif.**



#### L'échec de la coordination

La crise de la zone euro est aussi une crise de coordination. Il n'est pas possible de faire reposer la zone euro à ce point sur la coordination qui dépend étroitement de la bonne volonté des Etats.

#### Négligence des interdépendances

**La surveillance a négligé trois interdépendances clés :**

- gestion de la demande : la surveillance budgétaire s'est centrée sur la lutte contre les dérapages vers des sentiers non soutenables du fait des conséquences systémiques. Mais il s'agit seulement d'une partie du problème. La politique budgétaire n'a pas été perçue comme un élément de gestion de la demande agrégée ;
- compétitivité-divergences nominales : dans une union monétaire il n'est plus possible de dévaluer mais les autorités ont laissé se déployer des divergences de prix et de coûts ;
- flux de capitaux : les déséquilibres de balance des paiements se financent automatiquement dans une union monétaire. Les flux de financement monétaire internes à la zone euro se sont substitués à des flux de marché. Toutefois, la balance des paiements devrait servir de thermomètre pour juger des déséquilibres. Les flux de capitaux auraient dû être observés par secteur pour éviter qu'ils s'accumulent dans des secteurs non échangeables et qu'une dette se forme dans des secteurs non exportateurs soumis à des bulles.

**Depuis la crise, la surveillance s'est renforcée, mais aussi complexifiée** (*six-pack*, *two-pack*, traité budgétaire, semestre européen<sup>8</sup>). Elle permet d'actionner différents leviers pour instaurer une pression sur des Etats. Mais sa complexité ne permet pas aux citoyens et aux parlementaires de s'en emparer. Les trois interdépendances clés ne sont pas traitées par ces nouveaux dispositifs.

#### Les déséquilibres avant la crise

Avant la crise, le seul pays dont le déficit budgétaire était supérieur à 3% était la Grèce (ce qui n'était pas connu en 2007 du fait des faux chiffres communiqués). S'agissant du solde extérieur courant (qui inclut le solde budgétaire et le solde entre recettes et dépenses privées), tous les pays qui ont subi la crise avaient un déficit supérieur à 4 % (limite du six-pack). Le solde extérieur courant est un indicateur plus pertinent que le solde budgétaire (cf. figure 7).

<sup>8</sup> Voir : [http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/finances-publiques/cadre-europeen-finances-publiques/essentiel/s-informer/six-pack-six-mesures-legislatives-visant-a-renforcer-gouvernance-economique-europeenne#.VXFe18\\_tmko](http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/finances-publiques/cadre-europeen-finances-publiques/essentiel/s-informer/six-pack-six-mesures-legislatives-visant-a-renforcer-gouvernance-economique-europeenne#.VXFe18_tmko)

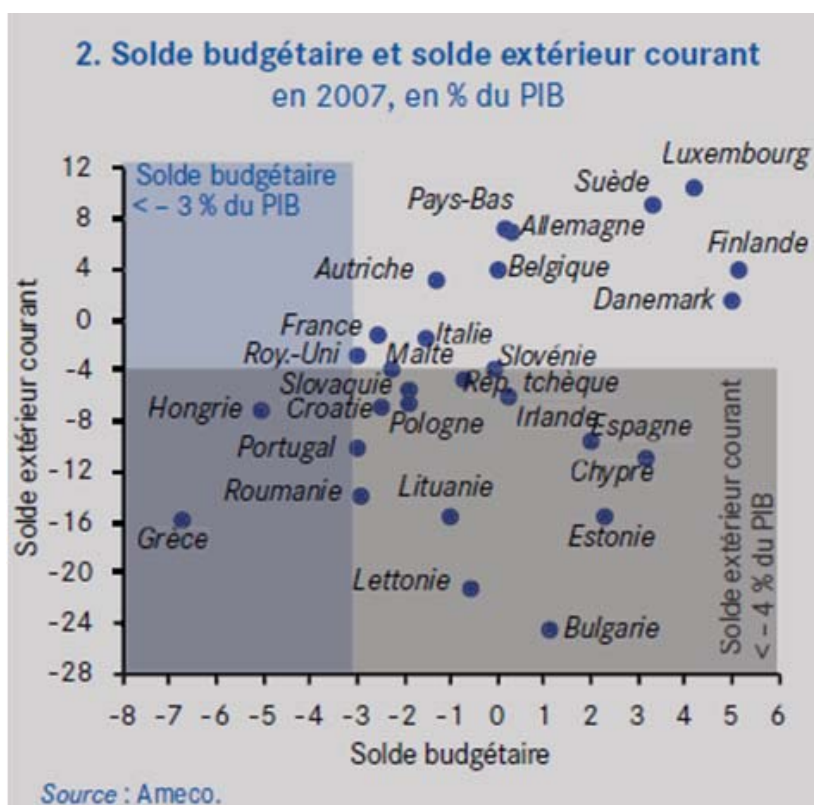
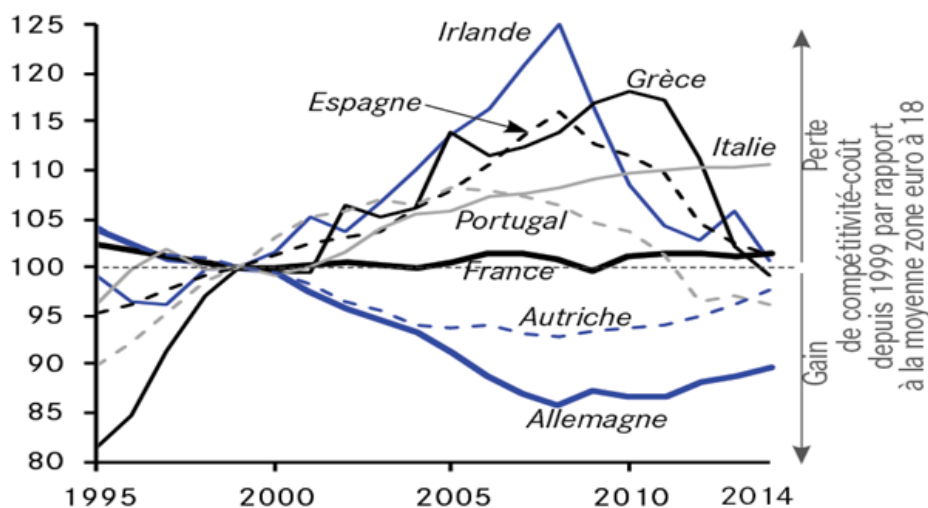


Figure 7 : Solde budgétaire et solde extérieur courant en zone euro en 2007

L'évolution du coût salarial unitaire moyen de la zone euro n'a pas d'importance, car la zone euro est en régime de change flexible par rapport au reste du monde. Si ce coût dévie, l'euro se déprécie. Ce qui compte dans une union monétaire sont les divergences entre pays qui ne peuvent plus dévaluer (cf. figure 8). Aucun mécanisme dans la zone euro ne permet d'empêcher ces divergences.

### Coûts salariaux unitaires nominaux en % de la moyenne zone euro à 18, base 100 en 1999



Lecture : Le coût salarial unitaire est égal à la rémunération totale des salariés par unité de production (pour toute l'économie). Il est aussi égal au salaire unitaire divisé par la productivité horaire du travail.

Source : Ameco, économie totale.

Figure 8 : Evolution des coûts salariaux unitaires nominaux en zone euro

### Des Etats souverains

**La zone euro n'est pas un Etat fédéral.** Il est donc nécessaire de coordonner les Etats souverains. La seule manière de coordonner les Etats souverains est d'instaurer des règles. Ces règles se heurtent à une souveraineté nationale dure. En l'absence de règle sur la vitesse d'ajustement budgétaire maximale, l'Allemagne a équilibré son solde budgétaire plus rapidement que les autres Etats alors qu'elle était le seul pays à avoir les marges de manœuvre nécessaires pour l'ajuster plus lentement et ainsi soutenir la demande de la zone euro.

**La dette publique n'est pas fédérale.** Le taux d'endettement global de la zone euro est du même ordre que celui des Etats-Unis, mais il y a une crise de la dette en zone euro alors qu'il n'y en a pas outre Atlantique. La raison en est que la dette est évaluée pays par pays en zone euro, sans solidarité entre eux, ce qui est une source de vulnérabilité. De plus, la BCE ne peut pas jouer le rôle de la Fed en achetant la dette d'un pays en particulier.



### Problèmes et propositions d'amélioration du semestre européen

#### Problèmes

Le semestre européen a été mis en place pour favoriser la coordination dans la zone euro. Il débouche sur des recommandations pour la zone euro et par pays (cf. figure 9). Le rapport du CAE estime que le semestre européen est en réalité une procédure par pays. **Les recommandations pour la zone euro n'ont pas d'impact**, seules les recommandations par pays sont utilisées. Pourquoi ces recommandations ne résolvent-elles pas les problèmes de la zone euro ? Le rapport relève trois obstacles :

- La somme des recommandations faites aux Etats membres ne correspond pas aux recommandations adressées à la zone euro, d'où une incohérence. Les recommandations sont faites de manière simultanée, donc celles relatives à la zone euro ne peuvent pas venir nourrir celles par pays. Il existe une opposition politique à donner du poids aux recommandations pour la zone euro ;
- La surveillance est asymétrique : elle pèse davantage sur le plan budgétaire que sur le plan macroéconomique. Au sein de la procédure pour déficit macroéconomique, il existe également une asymétrie entre pays en excédent et pays en déficit. Les limites fixées au solde extérieur courant sont asymétriques (- 4 % en cas de déficit contre +6 % en cas d'excédent). Dans un régime de change fixe, la charge de l'ajustement repose sur le pays en déficit (politique de déflation) et n'affecte pas le pays en excédent. Keynes proposait d'instaurer des limites de compte courant et de taxer à la fois les pays en déficit et en excédent. Aujourd'hui, aucun mécanisme ne permet d'éviter le biais déflationniste dans un régime de change fixe. La procédure pour déficit macroéconomique comprend également des asymétries entre le court-moyen terme et le structurel. La procédure de surveillance macroéconomique est utilisée pour mettre en œuvre des politiques de croissance assorties de sanctions. Le rapport du CAE conseille de faire la part entre les recommandations indispensables de court et moyen termes, qui sont spécifiques à l'union monétaire, et les éléments plus structurels ;
- La faible implication des parlements nationaux est nuisible à l'appropriation des recommandations. Ceci s'explique par la multiplicité des critères, les cibles mouvantes, le calendrier décalé, etc.

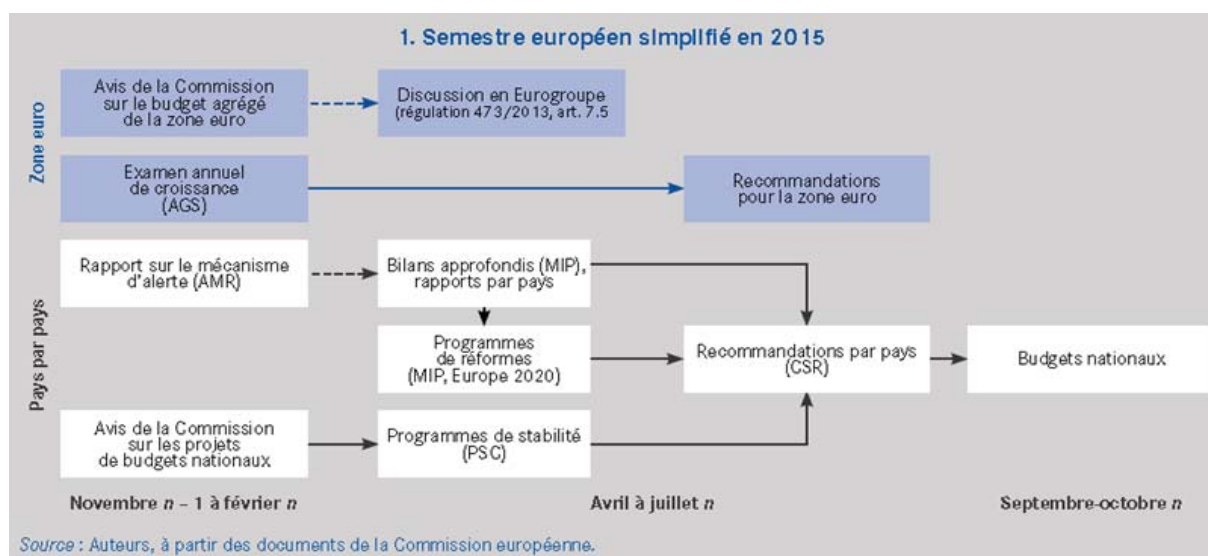


Figure 9 : Schéma du semestre européen

### Propositions d'amélioration

Le rapport du CAE propose un semestre européen davantage intégré (cf. figure 10). Il serait préférable de diviser le semestre en deux trimestres pour se consacrer dans un premier temps à la zone euro, puis dans un second aux Etats membres. Autres propositions : recentrer la procédure pour déséquilibre macroéconomique, simplifier le semestre européen, recourir à un nombre restreint d'indicateurs mesurant à la fois les déséquilibres budgétaires et macroéconomiques, mettre en place l'expertise nationale au début du semestre via les conseils indépendants, instaurer des auditions plus systématiques des commissaires aux parlements nationaux. **Ces propositions d'amélioration de la coordination doivent s'accompagner d'une réflexion sur une intégration de long terme.**

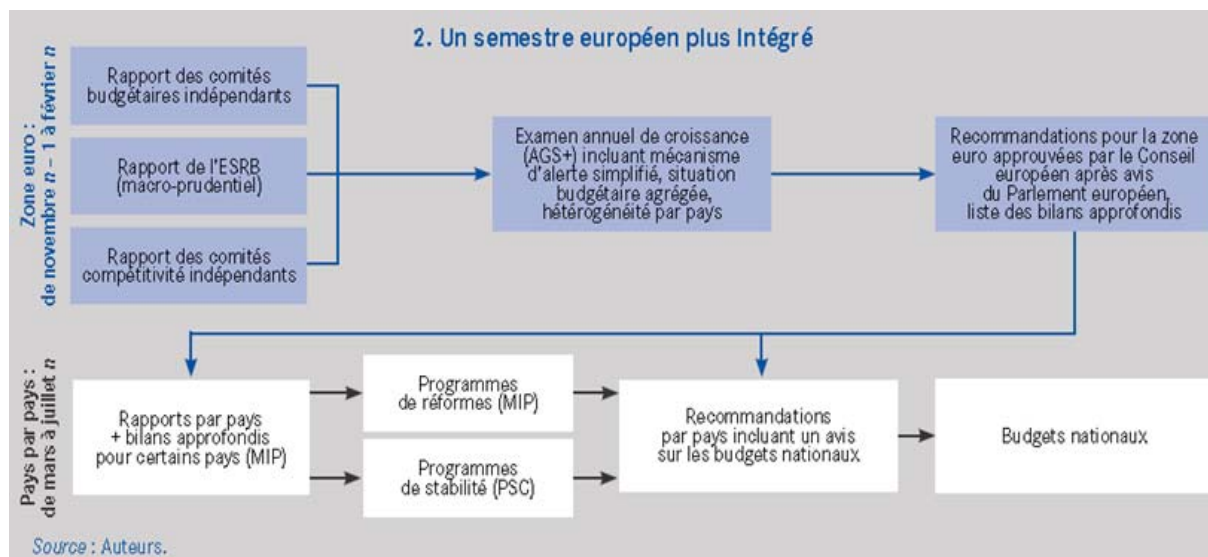


Figure 10 : Schéma du semestre européen selon la proposition du rapport du CAE

## Echanges avec la salle

Rémi JEANNIN

La politique budgétaire a-t-elle une responsabilité dans la situation actuelle d'inflation faible ? Et, avec ce mécanisme institutionnel européen, la politique budgétaire peut-elle jouer un rôle pour écarter la perspective d'une déflation, puisque la politique monétaire semble insuffisante ?



**Agnès BENASSY-QUERE**

Comme Mario Draghi l'a dit, le redressement de la zone euro et celui des prix ne dépendent pas que de la politique monétaire. En 2009, l'expansion budgétaire a été bénéfique. En 2010-2011, l'ajustement budgétaire s'est accompagné d'un rebond. En revanche, en 2012-2013, l'ajustement s'est poursuivi alors que l'économie s'affaiblissait. Maintenant que la croissance repart, il n'est pas temps d'abandonner l'effort d'ajustement. L'idéal serait de mener une politique budgétaire agrégée dans la zone euro qui permette de répartir l'effort entre les pays, mais ce n'est pas le cas.

**Xavier TIMBEAU**

Il existe un problème de gestion de la dette publique. Les indicateurs utilisés en zone euro sont des indicateurs de dette brute qui ne prennent pas en compte la rentabilité des investissements publics. Ils considèrent le niveau de la dépense comptable, mais ignorent sa qualité (rentabilité économique ou sociale dans la durée). La réduction de la dette risque de s'accompagner d'effets pervers à long terme, surtout dans les domaines où le secteur privé n'investit pas ou de manière inégale (ex. éducation).

**De la salle**

Comment mesurer la qualité de la dépense publique et aboutir à une forme de coordination entre Etats, notamment compte-tenu des différences démographiques ?

**Xavier TIMBEAU**

Pour mesurer la qualité de la dépense publique, il est nécessaire d'établir des schémas d'évaluation spécifiques à chaque domaine. La zone euro n'est pas prête à adopter un fédéralisme en termes de dépenses publiques. La légitimité se situant au niveau national, c'est aux Etats de mettre en place ces schémas d'évaluation. La coordination doit concerner la compatibilité de ces systèmes : réformer l'enseignement supérieur pour que les diplômes soient interoperables, s'interroger sur la nécessité d'instaurer un système de compensation de fait de la migration des cerveaux. En matière d'éducation, le PISA<sup>9</sup> (Programme international pour le suivi des acquis des élèves) constitué par l'OCDE diffuse des informations comparatives sur les performances des systèmes éducatifs pour déclencher des débats par pays.

Les questions de trajectoire budgétaire sont indissociables des questions de croissance, de dette publique et de compétitivité. La difficulté est de les coordonner avec des problématiques dont la légitimité se situe au niveau national. Les Etats utilisent des contraintes européennes pour justifier de ne pas mener une réforme au niveau national.

**Agnès BENASSY-QUERE**

La qualité de la dépense publique est du ressort national. Toutefois, les évaluations des dispositifs éducatifs des autres Etats membres peuvent être une source d'amélioration.

**Rémi JEANNIN**

Comment les acteurs de la politique monétaire pensent-ils le lien entre politique monétaire et politique budgétaire ? Est-ce que le contexte budgétaire peut avoir un impact sur l'objectif de la BCE de stabilité des prix ?

**Stéphane DEES**

La BCE n'a pas pour rôle d'entrer dans le détail des actions à mener en termes de politique budgétaire. Un des principes important pour la BCE est que l'Union économique et monétaire constitue une communauté d'intérêts fondée sur une capacité d'actions communes et sur l'application de règles. Les règles établies en zone euro sont une question de confiance partagée entre les différents Etats membres et les agents

---

<sup>9</sup> Voir : <http://www.oecd.org/pisa>

économiques ont besoin d'un cadre fiscal et budgétaire stable et crédible pour fixer leurs anticipations de manière optimale. A la suite des dérives budgétaires, des actions de consolidation doivent être menées afin de retrouver une stabilité.

Par ailleurs, la BCE met l'accent sur les réformes structurelles nécessaires face aux problèmes de rigidités sur certains marchés. Une grande partie du chômage en Europe a notamment des causes structurelles. Sa baisse passe donc par des réformes structurelles nécessaires. Sur le marché des biens, des réformes structurelles peuvent aussi améliorer le rééquilibrage macroéconomique. Enfin, même si l'action de la BCE a des effets positifs sur la croissance, d'autres politiques sont nécessaires afin d'accroître la croissance potentielle des pays de la zone euro, notamment en termes d'investissements dans la technologie et l'innovation afin d'élever le niveau de productivité.

#### **Agnès BENASSY-QUERE**

Concernant la déflation, il faut se méfier d'un effet d'optique. Les dettes n'étant pas fédérales, l'indice des prix est une moyenne. Il peut y avoir de la déflation localement. La mission de la BCE est de remonter toute l'échelle des taux d'inflation vers le haut, ce qui pose un problème d'acceptabilité politique pour les pays qui ont une forte inflation.

En Grèce, depuis 2007, les salaires nominaux ont baissé en moyenne de 12 % tandis que les prix ont augmenté de 8 %, ce qui a entraîné un effondrement du pouvoir d'achat des Grecs. Cet effet de ciseau est une cause essentielle de la crise politico-économique. Il existe un évident problème de concurrence en Grèce.

#### **De la salle**

Les règles imposées dans la zone euro, comme la limite de 3 % du PIB pour le déficit public, ne doivent-elles pas être fluctuantes et évoluer avec la réalité économique par le biais d'une formule indexée à différents facteurs ?

#### **Agnès BENASSY-QUERE**

Le chiffre de 3 % du PIB pour le déficit public est indissociable du chiffre de 60 % du PIB pour la dette publique. Ces chiffres sont cohérents avec l'hypothèse initiale du Traité de Maastricht : une dette publique brute est stable à condition que l'inflation soit de 2 % et la croissance de 3 %. Or, les pays de la zone euro se sont éloignés de cette hypothèse. Faut-il pour autant réviser ces règles ? Cela risquerait de conduire à des formules compliquées. L'avantage de ces règles est d'ancrer les anticipations. Je suis revenue de la critique du Pacte de stabilité et de croissance.

#### **De la salle**

Deux vertus ont été évoquées : la transparence et la confiance en la BCE. Qu'en est-il des autres acteurs économiques ? Par ailleurs, dans un monde où la démographie et l'environnement se désintègrent, une prospérité sans croissance est-elle envisageable ?

#### **Agnès BENASSY-QUERE**

D'après les enquêtes réalisées auprès des citoyens européens, la BCE jouit d'une grande confiance par rapport aux autres institutions européennes. La BCE s'est révélée être l'institution la plus forte pendant la crise. Les autres institutions ont tendance à se reposer sur la BCE. Concernant les banques privées, les assurances et les financiers, des changements majeurs ont été mis en œuvre avec l'Union bancaire<sup>10</sup>. L'objectif est de réduire la collusion entre les Etats et les banques.

La démographie est une source de divergence à la fois économique et politique au sein de la zone euro. L'Allemagne s'oppose à des taux d'intérêt réels négatifs afin de protéger l'épargne de sa population, à l'inverse d'autres pays dont les ménages sont plus endettés. L'Allemagne peut également se satisfaire d'une faible croissance en lien avec sa faible démographie. Pour maintenir sa population active constante, elle a besoin de 500 000 immigrés par an. Dès lors, sur quel pays doit reposer le financement de l'éducation de migrants qui

---

<sup>10</sup> Voir : [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/index_fr.htm)

sont pour beaucoup européens ? N'y a-t-il pas un risque que les pays d'origine des migrants cessent de financer l'éducation des jeunes qui partent travailler dans d'autres pays ? La question de l'union de transfert se posera.

#### **De la salle**

La situation économique n'évolue-t-elle pas vers une stagnation séculaire (excès épargne, baisse de l'investissement, réorientation de la production) ?

#### **Stéphane DEES**

La BCE agit sur les court et moyen termes. La politique monétaire vise à atteindre l'objectif de stabilité des prix à moyen terme. Les mesures non conventionnelles participent à la relance de l'investissement en diminuant les coûts de financement des entreprises et en réduisant l'incertitude qui entoure les entreprises dans leurs prises de décisions. Les questions de long terme concernant la productivité, l'aide à l'innovation ou les réformes structurelles vont au-delà du mandat de la BCE. La Commission européenne a proposé par exemple un plan d'investissement<sup>11</sup> qui peut participer à une reprise durable de la croissance en Europe.

#### **Xavier TIMBEAU**

La stagnation séculaire est une notion qui a donné lieu à de nombreuses versions. Il se peut que les mécanismes d'allocation des ressources d'après-guerre ne soient plus les mécanismes pertinents pour assurer une forme de prospérité partagée. Le changement climatique est par exemple un nouveau lieu d'investissement qui n'est pas lié à des besoins individuels. Les structures économiques doivent évoluer. Il faut des règles, mais pas n'importe lesquelles. De mauvaises règles risquent de désancrer les anticipations. Les structures institutionnelles sont nécessaires pour défendre des grands principes et mettre en place des contraintes. Dans la construction européenne, la règle est stricte mais peut être dépassée quand les circonstances s'imposent dans le court terme. Cette flexibilité des institutions doit s'étendre sur le moyen et long termes. La stagnation séculaire oblige la construction européenne à reconfigurer ses objectifs. La construction européenne a-t-elle le degré suffisant de flexibilité comparée à d'autres espaces de gouvernance démocratique comme les Etats-Unis ?

*La séance est levée.*

---

<sup>11</sup> Voir : [http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/index\\_fr.htm](http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/index_fr.htm)

# Sigles

BCE : Banque centrale européenne

CAE : Conseil d'analyse économique

Fed : Réserve fédérale américaine

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques

OFCE : Observatoire français des conjonctures économiques

OMT : Opérations monétaires sur titres

QE : *Quantitative Easing* (assouplissement quantitatif)

UEM : Union économique et monétaire