

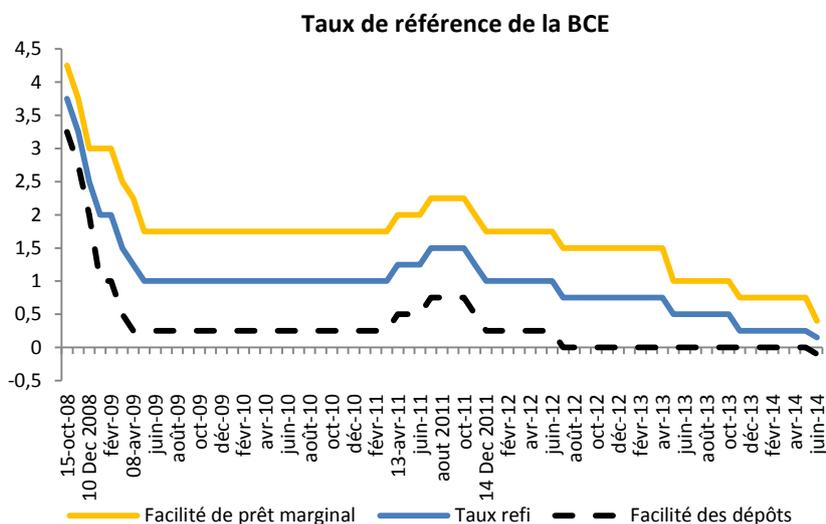
Politique monétaire européenne et stratégie de communication

Jeudi 5 juin 2014

Comme cela était anticipé depuis le mois dernier, la Banque centrale européenne (BCE) a décidé d'assouplir à nouveau sa politique monétaire à l'occasion de sa réunion mensuelle. Le présent flash revient sur les mesures annoncées ainsi que sur le concept important de « forward guidance ».

1. Un nouvel assouplissement historique de la politique monétaire de la BCE

Jeudi 5 juin 2014, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté les mesures suivantes : 1) baisse du taux de refinancement de 0,25 % à 0,15 % ; 2) baisse du taux de prêt marginal (fourniture de liquidités au jour le jour, plafond du marché interbancaire) de 0,75 % à 0,40 % ; 3) baisse du taux de facilité des dépôts (placement d'excédents de trésorerie, plancher) de 0 % à -0,1 %.



Ces décisions portent les taux à des niveaux **historiquement bas** pour la zone euro. En particulier, l'action de passer le taux de facilité des dépôts en territoire négatif constitue une première pour l'institution (même si cela a déjà été pratiqué dans d'autres pays comme au Danemark ou en Suède) : ainsi, la rémunération des excédents de trésorerie deviendra négative, ce qui signifie que les institutions financières « paieront » pour placer leurs liquidités auprès de la banque centrale. Au cours de son intervention, le président de la BCE, Mario Draghi, a également annoncé un « paquet » de mesures en direction de l'économie réelle et des marchés via les futures opérations « **TLTRO** » (« *Targeted longer term refinancing operations* », à l'horizon de septembre 2018) et les achats d'ABS (« *Asset-backed securities* »), ainsi que la suspension des opérations de « stérilisation » monétaire. Ceci devrait permettre une remontée très progressive de l'inflation (0,7 % en 2014, 1,1 % en 2015 et 1,4 % en 2016).

2. De l'importance de la communication par temps de crise : objectifs et formes du « forward guidance »

Depuis la conférence de presse faisant suite à la réunion de juillet 2013 au cours de laquelle Mario Draghi avait déclaré « *The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time* », le concept de « **forward guidance** » (ou « guidage prospectif ») a été popularisé par les médias. Sa définition est relativement simple : on parle de forward guidance dès lors que la banque centrale communique en amont sur l'orientation future de la politique monétaire (trajectoire des taux directeurs). Cette orientation est toutefois conditionnée aux perspectives d'inflation dans la mesure où l'objectif de la BCE est la stabilité des prix (depuis 1998, inflation à moyen terme proche mais inférieure

à 2 %). Cette stratégie de communication a **deux objectifs** principaux¹ : premièrement, conforter la politique monétaire accommodante quand les taux sont proches du plancher du fait de circonstances économiques relativement exceptionnelles en assurant les investisseurs que ces derniers ne seront pas relevés pendant une durée supérieure à leurs attentes ; deuxièmement, réduire la volatilité de marché. L'importance de la communication de la banque centrale est souvent mise en avant par la littérature² du fait du triptyque indépendance-transparence-responsabilité, considéré comme central pour la crédibilité d'une banque centrale. Par temps de crise, elle s'impose comme l'un des trois leviers d'une politique « **non conventionnelle** » (avec les assouplissements « quantitatifs » et « qualitatifs », voir flash éco du 18 octobre). Elle complète utilement les instruments classiques de la politique monétaire (au premier rang desquels les taux directeurs), dont l'influence est généralement limitée au court terme, la courbe des taux à moyen et long termes dépendant en grande partie des anticipations de marché concernant les décisions futures de la banque centrale et l'évolution de l'inflation. A cet égard, la question de l'ancrage des anticipations en matière d'inflation est centrale pour la politique monétaire, le but de cette dernière étant de les maintenir à un niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix tel que défini en 1998.

Du point de vue de l'action menée par la BCE, la stratégie du forward guidance constitue une **rupture importante** avec le passé : ainsi, Jean-Claude Trichet, prédécesseur de M. Draghi, avait pour habitude d'employer l'expression « *We are never pre-committed* », marquant de la sorte son refus de se « lier les mains » sur les décisions à venir. Cette question fait écho au débat académique « *rules vs discretion* » depuis le début des années 80 : en d'autres termes, la banque centrale doit-elle suivre une règle prédéfinie (par exemple la règle dite « de Taylor ») ou agir de façon discrétionnaire ?

Dans l'article de la BCE, une typologie en **quatre catégories** est établie en matière de forward guidance :

- une approche « **qualitative pure** », la plus souple car « inconditionnelle », selon laquelle la banque centrale se contente d'indiquer qu'elle poursuivra une politique donnée pendant une période prolongée, sans aucune autre référence (pas de date de fin ni d'indicateur explicite) ;
- une approche « **qualitative conditionnelle** », qui décrit les conditions macroéconomiques sous lesquelles la politique sera poursuivie ;
- une approche « **calendaire** », qui indique la fin de l'orientation à une date donnée ;
- une approche en fonction des « **résultats** », où l'orientation de politique monétaire est directement liée à des indicateurs macroéconomiques (niveau du chômage, inflation...).

Jusqu'à maintenant, la BCE s'est surtout appuyée sur le deuxième type d'approche, plus souple que les deux dernières tout en étant plus restreinte que la première, réservée à des situations de tension. En revanche, la Réserve fédérale (de la fin 2012 jusqu'à mars 2014) et la Banque d'Angleterre (depuis août 2013) ont opté pour une stratégie reposant sur des indicateurs précis (par ex. taux de chômage de 7 % pour la BoE), même si la Fed a explicitement annoncé son intention de revenir à des considérations plus qualitatives. Si la stratégie de forward guidance de la BCE a moins d'un an, elle a déjà produit des résultats sur les marchés monétaires, avec une détente de la courbe des taux à moyen terme et une moindre sensibilité des marchés à la publication de données macroéconomiques.

Très attendue, la décision (prise à l'unanimité) de la BCE d'amplifier sa politique monétaire « non conventionnelle » s'inscrit dans un contexte de croissance et d'inflation faibles. Au-delà des actions concrètes, il est évident que la stratégie de communication a pris une place encore plus importante qu'avant : alors que les marges de manœuvre « traditionnelles » sont quasi épuisées dès lors que les taux sont proches du plancher, le forward guidance s'apparente à un levier majeur au service de la lutte contre la « trappe à liquidité ». Si les mesures annoncées devraient produire des effets positifs pour l'activité, la politique monétaire ne pourra résoudre à elle seule l'ensemble des problèmes des pays de la zone euro.

¹ Voir l'article « *The ECB's forward guidance* » dans le bulletin mensuel de la BCE, avril 2014.

² Voir par exemple « *Communication, transparency, accountability: monetary policy in the 21st century* », O. Issing, Federal Reserve Bank of Saint Louis review, mars/avril 2005.