



Interview à l'Agefi

« La politique monétaire fait son devoir, mais ne peut pas tout faire »

Quelle est votre appréciation de la conjoncture économique en zone euro ? Dégradation temporaire ou pouvant mener à une récession comme en Allemagne ?

L'été a confirmé un ralentissement en zone euro, plus durable que ce que nous avions prévu il y a quelques mois, mais pas plus marqué, avec une croissance du PIB de 0,2 % au deuxième trimestre. La situation de l'Allemagne sous la menace d'une récession technique, deux trimestres négatifs, pèse particulièrement. A l'inverse, l'économie française résiste avec 180.000 créations nettes d'emplois depuis le début de l'année. À l'échelle mondiale, l'incontestable ralentissement économique actuel est provoqué par l'incertitude publique et les tensions géopolitiques, qui entraînent une crise de confiance des acteurs du secteur privé. C'est avant tout la politique commerciale américaine qui provoque un déficit de confiance des entreprises –y compris aux États-Unis– et un moindre investissement.

Une autre spécificité est l'absence d'inflation au grand désespoir des banques centrales... et des anticipations de marché

L'inflation reste trop faible en zone euro à 1 % en glissement annuel, malgré l'accélération bienvenue des salaires (+2,5 % en moyenne). L'augmentation des salaires ne se transmet pas encore aux prix : ce décalage peut être temporaire ou plus durable, c'est une interrogation-clé. Quant aux anticipations de marché, nous devons y être attentifs mais ne pas en être dépendants. Il y a plusieurs mesures différentes des anticipations d'inflation : le swap d'inflation 5 ans dans 5 ans qui a la préférence des marchés financiers se situe entre 1,2 % et 1,3 % ; les anticipations du consensus des prévisionnistes professionnels, le SPF *survey* de la BCE, sont à 1,7 % ; et celles d'autres acteurs économiques dont les ménages sont plus hautes. Nous observons certes une tendance à la baisse de ces anticipations, mais il est indispensable de mieux analyser ces divers thermomètres.

Pas de quoi remettre en cause l'objectif de la BCE ?

L'objectif a été fixé en 2003 : à moyen terme, l'inflation doit être « inférieure à mais proche de 2 % », ce qui signifiait dans l'esprit de ses initiateurs de l'ordre de 1,7 % à 1,9 %. Je ne vois pas de raison de le modifier. La question est plutôt comme l'a évoquée Mario Draghi à Sintra en juin, celle de la **symétrie** autour de cet objectif : la BCE est prête à aller temporairement au-dessus de 2 % d'inflation. Nous le disons maintenant clairement, depuis notre Conseil de juillet

qui souligne notre « engagement en faveur de la symétrie dans l'objectif d'inflation ».

Est-ce encore à la politique monétaire de réagir à ce ralentissement, et cette faible inflation ?

La politique monétaire doit à l'évidence maintenir tout son soutien, et être prête à le renforcer : nous le ferons, et Christine Lagarde l'a dit. Mais au vu de la cause du ralentissement, ce serait une erreur de tout en attendre. Le déficit de confiance privé requièrerait avant tout une levée des incertitudes politiques, aux États-Unis comme au Royaume-Uni. Et le trop faible investissement doit être soutenu par une relance budgétaire là où il y a des marges, et des réformes structurelles là où elles sont nécessaires. La politique monétaire de la BCE fait son devoir, mais ne peut pas tout faire, et en tous cas pas des miracles.

Face à la dégradation de la conjoncture, la BCE va-t-elle faire usage de tous les instruments à sa disposition ?

J'emploie volontiers la métaphore musicale : la BCE dispose d'un quatuor d'instruments puissants. Le premier est le niveau des taux courts actuels ; le second est la forward guidance, c'est-à-dire les indications sur les taux courts futurs ; le troisième est la fourniture de liquidités à conditions favorables aux banques pour favoriser le volume de crédit distribué à l'économie ; le dernier est le QE (Quantitative easing), les programmes d'achats d'actifs, qui, eux, influent sur les taux d'intérêt à long terme. Dans ce quatuor, les instruments se complètent et se renforcent mutuellement. Mais chacun a sa partition : tous ne doivent pas forcément jouer en même temps ni au même rythme, en fonction du contexte économique et financier.

Entendez-vous les plaintes des banques concernant le taux de dépôt à – 0,40 %, un taux de dépôt dont on attend une nouvelle baisse ?

Le sens d'une nouvelle baisse du taux de dépôt serait d'éviter, dans le contexte actuel, un resserrement des conditions financières pour les acteurs économiques. Le Conseil des gouverneurs a estimé en juillet que ce risque de resserrement portait davantage sur la partie courte de la courbe, plutôt que sur sa partie longue. Or des conditions de financement très favorables sont bénéfiques pour l'ensemble de l'économie. Cela dit, des taux d'intérêt bas plus longtemps sont inséparables de mesures compensatrices, car nous devons être attentifs aux

conséquences des taux négatifs sur la rentabilité bancaire : des banques solides sont essentielles à la bonne transmission de la politique monétaire. C'est pourquoi le Conseil des gouverneurs étudie la possibilité d'exempter du taux négatif une partie des réserves excédentaires par un système de paliers, processus connu sous le nom de *tiering*. Ces mécanismes existent partout ailleurs où les banques centrales ont des taux directeurs négatifs : Suède, Japon, Suisse...

A quelle hauteur exonérer du taux de dépôt les réserves excédentaires des banques déposées à la BCE, et comment répondre aux craintes des particuliers de voir leurs dépôts « taxés » ?

Aucune banque française n'applique aujourd'hui de taux négatifs aux dépôts des particuliers et des PME ; aucune n'a à notre connaissance l'intention de le faire. Des mesures compensatrices contribueraient à conforter cette protection. Sur le niveau de l'exonération, la seule limite -qu'éclairera la discussion technique- est de ne pas affecter la bonne transmission des décisions de la banque centrale aux taux courts de marché.

Qu'en est-il d'une reprise éventuelle des achats nets d'actifs ?

Les achats d'actifs restent un instrument essentiel de la politique monétaire. Il est à l'œuvre puissamment : la BCE en détient à son bilan un stock de près de 2.600 milliards d'euros et maintiendra ce niveau élevé pour au moins plusieurs années. Elle a en outre la possibilité de relancer à tout moment ses achats nets. Est-il nécessaire de le faire dans l'immédiat ? C'est une question à discuter. Le QE vise les taux longs : une reprise de nouveaux achats viserait à réduire les primes de terme qui seraient jugées excessives. Or depuis l'arrêt des achats nets en décembre 2018, les taux longs ont fortement baissé en zone euro, y compris en Italie. Le stock élevé d'actifs détenus par la BCE y contribue : les études économétriques montrent que l'effet stock est prédominant sur les taux longs par rapport à l'effet flux de nouveaux achats. En outre, la priorité aujourd'hui est de mieux ancrer sur notre cible les anticipations d'inflation : c'est ce que devrait viser une forward guidance renforcée pour l'avenir.

Qu'entendez-vous par forward guidance renforcée ?

Notre forward-guidance a depuis juin 2018 deux composantes : l'une de calendrier, nous annonçons notre intention de ne pas relever les taux avant au

plus tôt la mi-2020. Mais il y a aussi une seconde condition, économique, liée à la « convergence durable de l'inflation vers notre objectif à moyen terme ». Cet élément « state-dependant » est un peu sous-estimé aujourd'hui ; nous gagnerions à le préciser et le renforcer.

Les compagnies d'assurance peuvent-elles vivre avec des taux d'intérêt aussi bas ?

Les compagnies d'assurance, comme elles le font depuis plusieurs années, doivent continuer de s'adapter au contexte de taux très bas. Leur sensibilité à l'évolution des taux longs fait partie de la surveillance prudentielle que nous avons mise en place avec elles. Les taux bas peuvent cependant être une incitation à diversifier les placements longs des assureurs et des gestionnaires d'actifs.