



Nous n'avons volontairement pas corrigé les imperfections de forme qui peuvent survenir dans chaque copie.

Troisième concours

2^{ème} épreuve d'admissibilité : Economie

Meilleure copie

Note : 18/20

Ministère des finances et des comptes publics
Ministère de l'économie, de l'industrie
et du numérique
Direction générale du trésor
Bureau Politique économique et risques internationaux
Le Chef de bureau

Paris, le 25 août 2015

Note pour monsieur le
Directeur général

Objet : préparation du Conseil ECOFIN sur le Quantitative easing de la BCE

Conformément à l'annonce du 22 janvier 2015, la Banque Centrale européenne (BCE) a engagé en mars 2015 la mise en œuvre de son programme de Quantitative easing (QE). Ce programme de grande ampleur a été décidé par le Conseil des gouverneurs de la BCE face à des indicateurs économiques préoccupants, tant en matière d'inflation (- 0,2 % en décembre 2014 et + 0,4 % sur l'ensemble de l'année 2014 en zone euro).

qu'en matière de croissance économique (+ 0,2 % au T3 2014) et de chômage (10,2 % fin 2014 en zone euro).

Les effets importants attendus de ce programme incitent à analyser comment les économies européennes pourraient pleinement en tirer profit. Néanmoins, les risques que peut engendrer un tel assouplissement monétaire nécessitent de réfléchir dès à présent aux conditions optimales de sortie du QE, tant au niveau de la politique monétaire que dans l'activation des autres leviers de politique économique.

Dans la perspective de la prochaine réunion du Conseil ECOFIN consacré à ce sujet, l'objectif de cette note est double :

- établir que les économies européennes profiteront pleinement du programme de QE à condition de soutenir l'investissement et d'accélérer les réformes structurelles engagées (1) ;
- montrer que les risques importants que comporte cette mesure à moyen terme appellent à définir dès à présent une stratégie de sortie mobilisant l'ensemble des leviers de politique économique (2).

*

1. Les économies européennes profiteront pleinement du programme de QE à condition de soutenir l'investissement et d'accélérer les réformes structurelles engagées.

1.1. Face à des risques de déflation et de stagnation durable, la BCE a déployé un programme d'assouplissement quantitatif de grande ampleur dont les effets ont commencé à se faire sentir.

1.1.1. La stagnation économique et les risques de déflation ont conduit la BCE à renforcer l'ampleur de ses mesures non conventionnelles.

Le lancement du programme d'assouplissement quantitatif est intervenu dans un contexte économique caractérisé par la stagnation de la production :

- une croissance très faible du PIB en zone euro : + 0,2 % au T3 2014 et dans plusieurs grands Etats membres (+ 0,2 % en France en 2014) ;
- une sous-utilisation importante des capacités de production, un niveau d'investissement faible et un niveau toujours élevé du chômage (10,2 % fin 2014 en zone euro).

Surtout, le niveau de l'inflation, entré en territoire négatif fin 2014, semble durablement s'éloigner des objectifs statutaires de la BCE (proche mais inférieur à 2 %) :

- évolution négative de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) en déc 2014 (- 0,2% en décembre 2014) ;
- inflation faible sur l'année 2014 : + 0,4 % ;
- projections faibles d'inflation en zone euro en 2015 ainsi que dans de nombreux Etats membres (0 % prévu en France en 2015 dans le programme de stabilité).

1.1.2. Les mesures d'achat d'actifs engagées par la BCE soulignent l'ampleur du programme d'assouplissement quantitatif.

Dans ce contexte économique, la BCE avait déjà mobilisé pleinement ses instruments conventionnels (taux refi à 0,05 %, taux négatifs sur les dépôts BCE, annonces de forward guidance) et mis en œuvres plusieurs mesures non conventionnelles :

- financements LTRO (jusqu'à 3 mois) et TLTRO (jusqu'à 3 ans) dans des conditions assouplies ;
- programme d'achat ciblés et stérilisés d'achat de titres souverains (SMP puis OMT) ;
- assouplissement des titres acceptés en Repo.

Deux ans et demi après la conférence de presse du 26 juillet 2012 où le Président de la BCE annonçait que la BCE ferait "tout ce qui sera nécessaire" pour stabiliser la zone euro ("Whatever it takes"), le programme de QE annoncé constitue une nouvelle étape. Les caractéristiques du programme (Public sector purchase programm – PSPP) sont importantes :

- un programme d'achat de 60 Md € par mois de titres entre mars 2015 et septembre 2017, soit 1 140 Md € ;

- les titres, achetés au marché secondaire, seront des obligations souveraines et des obligations sécurisées et des ABS (pour environ 10 Md €/mois), d'une maturité comprise entre 2 et 20 ans) ;
- les risques ne seront que partiellement partagés (partage à 80% par les Banques centrales nationales – BCN) ;
- la répartition des achats par pays sera proportionnelle à la quote part de chaque BCN au capital de la BCE.

1.1.3. Les effets attendus du programme mobilisent l'ensemble des canaux de transmission de la politique monétaire.

Contrairement aux programmes SMP et OMT, les achats ne seront pas stérilisés et conduiront à une hausse de la masse monétaire en zone euro.

- Les apports de liquidité aux banques faciliteront l'accès aux crédits des entreprises (canal du crédit bancaire). Les achats de titres souverains entraîneront un report des investisseurs vers les titres du secteur privé, facilitant le financement des sociétés non financières.
- Le QE a déjà entraîné une baisse des taux d'intérêt, à court terme et à long terme (OAT 10 ans à 1 % et Bund 10 ans à 0,52 % fin août 2015), facilitant le financement des entreprises et réduisant ainsi le coût de leurs investissements.
Un effet de confiance (Eggerston et Woodford, 2003) pourrait conduire à une hausse de la consommation et des investissements. La liquidité bancaire sera aussi améliorée.
- Grâce au canal du taux de change, la baisse de l'euro (1,09 USD à fin août 2015) améliorera la compétitivité prix des exportations européennes.
- Par le canal du choix de portefeuille, la hausse de la valeur des actifs (due à la baisse des taux) devrait produire un effet richesse.
- Les anticipations d'inflation seront revues à la hausse, et les anticipations de taux d'intérêt durablement ancrées à des niveaux faibles.

Enfin, s'agissant de l'impact sur la croissance, le modèle de Mundell-Fleming (1961) montre qu'en économie ouverte et en situation de changes flottants, une relance monétaire s'avère plus efficace qu'une relance budgétaire qui entraîne, à l'inverse, une hausse des taux d'intérêt et une dégradation de la balance courante.

1.2. Les économies européennes pourraient bénéficier pleinement de cette mesure en soutenant l'investissement et en accélérant les réformes structurelles engagées.

1.2.1. La mise en œuvre du QE est une opportunité pour renforcer le soutien aux investissements.

La faiblesse de l'investissement dans la zone euro en général et en France en particulier (- 2 % en 2014) pèse sur la reprise. Selon le modèle d'Harrod-Domart (1947), le taux de progression de l'investissement devrait s'établir au niveau du rapport entre le taux d'épargne et le coefficient de capital du PIB (soit entre + 5 % et + 10 %).

Le programme de QE facilitera les décisions d'investissement des entreprises. Cette démarche doit être accompagnée aux niveaux européens et national.

- Au niveau européen, le plan Juncker d'investissement de 315 Md €, financé à hauteur de 21 Md € par la Banque européenne d'investissement et par le Fonds européen d'investissement stratégique (FEIS), doit être mis en œuvre. Lors de la réunion ECOFIN, la France pourrait plaider pour l'accélération du calendrier de mise en œuvre et pour le renforcement des dotations du FEIS (proposition n° 1).
- Au niveau national, les mesures de soutien à l'investissement (Programme d'investissement d'avenir I et II à hauteur de 47 Md € ; mesure de sur-amortissement exceptionnel de + 40 % en 2015) doivent être également poursuivies. En revanche, le ciblage des secteurs bénéficiaires pourrait être réorienté en tenant compte des besoins d'investissement et des effets multiplicateurs de certains secteurs, qui bénéficieront du QE dans leur financement :
 - secteurs aéronautique (multiplicateur=5), des transports (4) et de l'industrie (3) - multiplicateurs estimés par la DG Trésor en 2011 - ;
 - secteur du numérique, où de forts besoins d'investissement existent en matière d'infrastructures, tant en France que dans le reste de l'Union européenne ;
 - secteur de l'énergie, où la Commission européenne évalue également de forts besoins d'investissement.

La France pourra insister sur ces secteurs au prochain Conseil ECOFIN, car les investissements sont indispensables pour tirer pleinement profit du QE (proposition n° 2).

1.2.2. La baisse des taux de change doit inciter les économies européennes à poursuivre l'amélioration de leur compétitivité.

Deux axes pourront être soulignés par la France au prochain Conseil ECOFIN pour que les économies européennes tirent profit de la baisse du taux de change induit par le QE (proposition n° 3) :

- la poursuite des efforts d'amélioration de la compétitivité, afin de renforcer les capacités exportatrices des entreprises européennes (action sur la compétitivité prix et hors prix). La France a engagé des réformes dans cette voie avec le Pacte de responsabilité et le CICE ;
- l'accélération des négociations commerciales de l'UE (notamment les deux traités transatlantique en cours de négociation) qui favoriseront les exportations européennes outre-atlantique.

1.2.3. L'amélioration de la liquidité bancaire doit faciliter la consolidation du secteur bancaire et financier.

- S'agissant du secteur bancaire, la baisse des taux et l'augmentation de la liquidité permise par le QE faciliteront l'atteinte des nouvelles exigences prudentielles, notamment pour les ratios de liquidité et de solvabilité issus des directives CRD IV et du règlement CRR.

La France doit soutenir la poursuite de cette consolidation, sous la supervision du Mécanisme de supervision unique (MSU) depuis la conclusion de l'Union bancaire. En revanche, la France pourrait plaider pour une montée en charge plus rapide du Fonds de résolution unique (FRU) et du mécanisme européen de garantie des dépôts pour prévenir les conséquences d'une nouvelle crise (proposition n° 4).

- S'agissant du secteur financier, le QE fournit l'opportunité d'accélérer le projet d'Union des marchés de capitaux (UMC), soutenu par la France. Des pistes pertinentes ont été dégagées à cet égard dans le rapport Demarigny en mai 2015 (proposition n° 5).

1.2.4. Le QE doit inciter à poursuivre l'assainissement des finances publiques des économies européennes.

Le desserrement des conditions de financement des Etat induit par le QE ne doit pas amener à relacher les efforts d'amélioration des finances publiques. Le QE a en effet réduit la charge de la dette en raison de la baisse des taux d'intérêt et diminué les prises de risques sur les emprunts d'Etat.

La France pourra souligner que les efforts engagés à cet égard (plan d'économies de 50 Md € en tendancier ; cible de déficit public à - 1,9 % du PIB en 2018 dans le PSTAB) seront poursuivis.

Les conditions dans lesquelles les économies européennes pourraient profiter pleinement du QE sont donc multiples. Néanmoins, les risques induits par cette mesure incite à prévoir d'ores-et-déjà les moyens de les prévenir.

*

2. Les risques importants que comporte le programme de QE à moyen terme appellent à définir dès à présent une stratégie de sortie mobilisant l'ensemble des leviers économiques.

2.1. Le programme de QE comporte des risques non négligeables de bulles spéculatives et d'inefficacité économique.

2.1.1. L'augmentation massive de la liquidité pourrait favoriser la formation de bulles spéculatives.

Le QE a été lancé alors que les indicateurs de masse monétaire étaient dans une dynamique boursière : + 6,9 % pour M 1 en novembre 2014 ; + 3,1 % pour M 3 en novembre 2014.

De plus, les bourses européennes présentaient, fin août 2015 (avant le crack de la bourse de Shanghai du 25 août) des niveaux de valorisation déjà élevé.

Le risque est donc que le programme de QE, en écrasant les primes de risques et en augmentant la liquidité, aboutissent à la formation de bulles spéculatives, favorisées par une déformation du signal-prix qui ne sera que provisoire. L'exemple de la crise de 2007-2012 a en effet souligné l'influence défavorable d'excès de liquidité, et le caractère mimétique des réactions de marché lors des retournements (André Orléan, 2009).

1.1.2. L'efficacité économique du QE reste incertaine.

En premier lieu, l'efficacité économique d'une relance monétaire à moyen terme est fortement discutée. D'après la théorie de la neutralité monétaire (David Hume et J.B. Say, 1760) et l'équation de Fischer (1930), une hausse de la masse monétaire ne se traduit, toutes choses égales par ailleurs, que par une hausse des prix. Pour Milton Friedman, la relance monétaire peut être efficace à court terme, mais dès 18 mois elle provoque une inflation qui lève le "voile monétaire" et modifie le comportement des agents. Cette inefficacité à moyen terme souligne la nécessité des mesures de soutien à l'investissement proposées (cf. 1.).

En deuxième lieu, dans une économie européenne fortement intermédiée, un programme de QE risque d'être moins efficace qu'aux Etats-Unis, où les entreprises se financent plus largement sur les marchés financiers, et sont donc plus sensibles aux baisses de rendement des actifs.

En troisième lieu, le QE entraîne un aplatissement de la courbe des taux qui affecte la marge d'intermédiation des banques, et provoque à terme une baisse leur rentabilité et une sensibilité accrue au risque de hausse des taux d'intérêt. Ce risque est particulièrement important pour les banques françaises, du fait :

- de la proportion importante de crédits à taux fixe ;
- de l'épargne réglementée qui empêche les charges d'intérêt de s'ajuster à la baisse (épargne réglementée non actualisée auprès de la Caisse des dépôts et consignation).

Enfin, la baisse du taux de change de l'euro est à la fois précaire (dépendance à la politique monétaire de la FED) et peu justifier par des fondamentaux économiques réels (excédent de la balance courante).

2.1.3. Une sortie du QE est donc à envisager à moyen terme.

Pour toutes ces raisons, il importe que le QE n'ait qu'une durée limitée. L'exemple américain montre que la sortie du QE peut s'avérer particulièrement délicate :

- trop lente, elle provoque les effets négatifs précédemment décrits ;
- trop rapide, elle entraîne des réactions brutales sur les marchés de taux (22 mai 2013 après l'annonce du "tapening") et sur les marchés action.

2.2. La sortie du QE doit donc être progressive et accompagnée d'une activation renforcée des autres leviers de politique économique, tant au niveau européen qu'au niveau national.

2.2.1. Politique monétaire : la sortie du QE doit être progressive et adaptée aux circonstances.

Toute annonce de sortie prématurée du QE susciterait une réaction probable de défiance sur les marchés. La stratégie de sortie devra être programmée en tenant compte des indicateurs économiques, et en particulier du niveau de l'inflation et de l'inflation anticipée. En cas d'atteinte des objectifs du QE (retour à un niveau proche de 2 %), les achats de titre devront être effectués suivant un rythme ralenti progressivement.

La communication de la BCE sera à cet égard primordiale, afin d'assurer suffisamment de visibilité aux investisseurs (proposition n° 6).¹

Parallèlement, les autres instruments de politique monétaire devront être maintenu à un niveau qui rende la liquidité accessible. Le taux directeur devra rester à un niveau faible, en tenant compte de l'inflation et des taux d'intérêt (règle de Taylor).

Le pire scénario serait une reprise de l'inflation sans amélioration de la conjoncture économique. La BCE risquerait alors d'être obligée de ralentir plus rapidement ses achats de titre. Mais même dans ce scénario, la France devrait soutenir un maintien des autres leviers de politique non conventionnelle (LTRO, TLTRO, OMT ciblés notamment) (proposition n° 7).

¹ L'exemple américain montre qu'une déclaration des achats mensuels (environ - 5 à - 10 Md € par mois) est réalisable sans provoquer de choc important.

2.2.2. Politique budgétaire : la sortie du QE pourrait être accompagnée d'une montée en puissance des instruments de stabilisation européen.

Des instruments de stabilisation communautarisés pourraient prendre le relai du QE en phase de sortie progressive et assurer ainsi une réaction contracyclique en cas de survenance de chocs asymétriques.

La faiblesse du budget de l'UE (environ 1,1 % du RNB), la faible mobilité des facteurs de production et la vitesse limitée d'ajustement des prix et des salaires donnent en effet à la zone euro toutes les caractéristiques d'une zone monétaire non-optimale (suivant le concept de Mundell, 1961).

Pour soutenir la mise en place d'un instrument de stabilisation contracyclique, la France pourra soutenir qu'un tel projet aurait le mérite de conforter l'indépendance de la BCE en la recentrant sur sa mission principale de stabilité des prix. Cette orientation est notamment évoquée par le rapport des 5 présidents sur l'avenir de l'UEM, rendu public en mai 2015.

Un tel instrument pourrait prendre la forme d'une assurance chômage européenne, telle que proposé par la DG Trésor dans une note de début 2014 (proposition n° 8).

*

En conclusion, le prochain Conseil ECOFIN sera l'occasion de souligner les premiers effets positifs du programme de QE – soutenu par la France des début 2014 – et d'attirer l'attention des partenaires européens sur les conditions dans lesquelles les économies européennes pourront tirer pleinement profit de cette mesure, en soutenant activement les investissements et en poursuivant les réformes engagées.

La France devra également souligner les risques d'une durée excessive du QE et proposer une stratégie de sortie progressive et cohérente mobilisant, outre l'ajustement des instruments monétaires aux conditions de conjoncture, d'autres leviers de stabilisation et de relance économique.

* * *