

# Après dix ans de politique monétaire non conventionnelle, un retour à la normale est-il possible ?

L'économie mondiale 2020

Chapitre VI

Jézabel Couppey-Soubeyran

& Fabien Tripier

CEPII

**L'économie mondiale 2020**

« Une publication toujours aussi riche. »

*ALTERNATIVES ÉCONOMIQUES*

REPÈRES ÉCONOMIE



La Découverte

Pas de retour à la normale !

Un retour à « l'anormal d'avant crise » !

- 1/ La normalisation n'aura pas lieu
- 2/ La politique monétaire redevient très accommodante
- 3/ Il y a urgence à réinventer la politique monétaire

# 1/ La normalisation n'aura pas lieu

- Fin 2018, l'heure était encore à la normalisation pour la Fed :
  - Communication régulière sur la fin des mesures d'assouplissement
  - Relèvement graduel du taux des Fed funds à partir de 2015
- La normalisation était moins d'actualité du côté de la BCE
  - conversion plus lente au QE
  - transmission plus lente
- L'année 2019 marquera l'interruption du processus de normalisation
  - Sur fond de guerre commerciale lancée par les USA
  - Une moindre indépendance de la Fed ?

# Tweets de Donald Trump



Following

The only problem our economy has is the Fed. They don't have a feel for the Market, they don't understand necessary Trade Wars or Strong Dollars or even Democrat Shutdowns over Borders. The Fed is like a powerful golfer who can't score because he has no touch - he can't putt!

10:55 AM - 24 Dec 2018



**Donald J. Trump** ✓ @realDonaldTrump · 3m

As usual, the Fed did NOTHING! It is incredible that they can "speak" without knowing or asking what I am doing, which will be announced shortly. We have a very strong dollar and a very weak Fed. I will work "brilliantly" with both, and the U.S. will do great...

754 1.5K 4.9K



**Donald J. Trump** ✓  
@realDonaldTrump

....My only question is, who is our bigger enemy, Jay Powel or Chairman Xi?

10:40 AM · Aug 23, 2019 · [Twitter for iPhone](#)

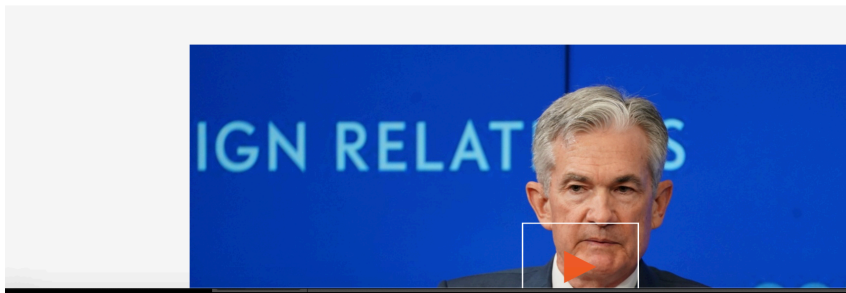
# Conférence de J. Powell le 25 juin au *Council on Foreign*

≡ COUNCIL *on*  
FOREIGN  
RELATIONS

Trending    Brexit    Hong Kong    Election 2020    Trade    Amazon

## A Conversation with Jerome H. Powell

Tuesday, June 25, 2019



“La Fed est isolée des pressions politiques à court terme - ce que l’on appelle souvent notre ‘indépendance’”

Peu après la réunion du FOMC des 18 et 19 juin [décision : **maintien** du taux dans la fourchette (2,25%-2,5%)] et 1 mois avant celle du 31 juillet [décision : **baisse** du taux dans la fourchette (2%-2,25%)].

# Tribune de P. Volcker, A. Greenspan, B. Bernanke et J. Yellen le 5/08/19 dans le *Wall Street Journal*

WSJ | OPINION Subscribe | Sign in  
Home World U.S. Politics Economy Business Tech Markets **Opinion** Life & Arts Real Estate WSJ Magazine

OPINION | COMMENTARY

## *America Needs an Independent Fed*

The economy functions best when the central bank is free of short-term political pressures.

Aug. 5, 2019 6:48 pm ET

This article is signed by **Paul Volcker, Alan Greenspan, Ben Bernanke and Janet Yellen.**

As former chairs of the board of governors of the Federal Reserve System, we are united in the conviction that the Fed and its chair must be permitted to act independently and in the best interests of the

Ad closed by Google

[Report this ad](#)

[Why this ad?](#) 

«La Fed doit pouvoir agir en toute indépendance et, dans le meilleur intérêt de l'économie, libre de pressions politiques de court terme et surtout sans menace de révocation de ses dirigeants pour des raisons politiques»

## 2/ La politique monétaire redevient très accommodante

- Réunion du 31 juillet du FOMC : baisse du taux directeur de 25 pb (entre 2 et 2,25%)
- Paquets de mesures accommodantes attendu pour la réunion de la BCE du 12 septembre :
  - Le taux refi devrait rester à 0
  - Le taux des facilités des dépôts pourrait être abaissé en dessous de -0,40%
  - Peut-être un nouveau QE avec une plus large gamme de titres éligibles

# Une configuration macro-économique assez inédite

- Taux zéro, nouvelle norme ? (Adair Turner, mars 2019)
- Exploration plus poussée des taux négatifs ?
  - Les taux négatifs concernent surtout les obligations souveraines. Vont-ils s'étendre à celles des entreprises ?
  - Les facilités des dépôts des banques sont à taux négatif. Les taux de refinancement pourraient-ils l'être ? (repo rate de la Sveriges Riksbank = -0,25% ; taux directeur BNS = -0,75)
- Dans cette configuration de taux zéro, le QE va devenir « conventionnel » :
  - Kiley (2018) montre qu'en environnement de taux bas, la cible d'inflation de 2% est hors d'atteinte sans achats d'actifs



# Quels effets en attendre ?

- Effets incertains sur l'économie réelle, et inégalement distribués :
  - Ménages pauvres / ménages riches : pas d'augmentation directe de la capacité de dépense (pas encore de drone monétaire). Effets de richesse pour les + riches
  - Petites entreprises / Grandes entreprises : les entreprises qui se financent sur le marché plus avantagées que celles dépendantes du financement bancaire
  - Ménages / entreprises : dépend de la fluidité du canal bancaire et plus largement du modèle d'activité des banques

# Quels effets en attendre ? (suite)

- Effets potentiellement dangereux au niveau financier :
  - Controverse autour des taux bas :
    - Pour P. Artus, ils font disparaître l'insolvabilité (ITW Les Echos, 29/08/19)
    - Pour Adrian et Natalucci (IMFBlog, 10 avril 2019), la poursuite de l'endettement qu'ils favorisent alimente les bulles
  - En l'absence de mesures d'accompagnement macroprudentielles, les taux bas sont générateurs d'instabilité financière.
  - Forme de retour aux politiques monétaires trop accommodantes d'avant crise

### 3/ Il y a urgence à réinventer la politique monétaire

- On continue d'en attendre trop alors que ses effets sont mal transmis et mal répartis
- Des changements s'imposent :
  - Redéfinir ses objectifs ?
  - Redéfinir les instruments ?
  - L'abandonner ou redéfinir sa place dans la politique économique ?

# Des changements de cibles, d'objectifs ?

- Proposition d'O. Blanchard : élever la cible d'inflation à 4% (critique par K. Rogoff pour qui 2% est un équivalent moral de 0%)
- Une cible financière (règle de Taylor élargie) ?
- Ne pas confondre objectifs de la politique monétaire et missions des banques centrales

# Des changements d'instruments ?

- Théorie monétaire moderne : pas moderne et ne pointe pas le véritable problème
- Conditionnalité plus forte du refinancement ou des achats d'actifs pour réorienter les banques vers l'économie réelle et la transition écologique
- Prêts de la BC aux entreprises et aux ménages : proposition BlackRock (août 2019)
- QE4people, monnaie hélicoptère : permet de contourner le canal bancaire et de relancer la consommation des ménages.

# Des changements de politique économique ?

- A. Stansbury & L. H. Summers (Project Syndicate, août 2019) : « reconnaître l'Impuissance de la politique monétaire ! Et promouvoir la politique budgétaire (retour au keynésianisme originel)
- « switch » ou « mix » ?
- A. Carstens (BRI) : « il est temps d'allumer tous les moteurs de la politique économique »
  - mix politique monétaire/politique budgétaire/politique macroprudentielle

# Conclusion

- 2 types de problèmes à distinguer :
  - la transmission faible et inégalement répartie des effets de la politique monétaire
  - aucun instrument de politique économique ne peut assurer à lui seul la stabilité monétaire, économique et financière
- D'où la nécessité :
  - de changer d'instruments : conditionnalité forte + monnaie hélicoptère
  - mix indispensable avec politique budgétaire ET politique macroprudentielle

# Liens utiles

- <http://www.cepii.fr/CEPII/fr/publications/em/abstract.asp?NoDoc=12307>
- <https://www.project-syndicate.org/commentary/central-bankers-in-jackson-hole-should-admit-impotence-by-lawrence-h-summers-and-anna-stansbury-2-2019-08/french>
- <https://www.bis.org/speeches/sp190905b.htm>