

## 2 Qu'indiquerait une règle de Taylor pour la politique de la BCE ?

BASTIEN DRUT, *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

Lors du conseil des gouverneurs de la BCE du 15 avril, des journalistes avaient demandé à Mario Draghi s'il était possible que la BCE interrompe son QE (*Expanded Asset Purchase Programme* de son vrai nom) si les perspectives d'inflation s'amélioraient plus rapidement que prévu. Mario Draghi avait alors lu une deuxième fois sa déclaration introductive expliquant que la BCE avait l'intention de procéder à la totalité des achats annoncés jusqu'à septembre 2016. Depuis, plusieurs membres du conseil des gouverneurs ont, eux aussi, déclaré que 1) la BCE réaliserait la totalité du programme annoncé et 2) la BCE prolongerait sa politique de QE si les perspectives d'inflation ne s'étaient pas suffisamment améliorées. Les questionnements au sujet d'un arrêt prématuré du QE de la BCE sont donc totalement infondés. Rappelons brièvement pourquoi la politique de la BCE restera très accommodante pendant encore de nombreuses années.

Le mois dernier, nous expliquions que la Fed semblait revenir vers des règles de Taylor du type :

$$\text{Taux directeurs} = \text{RR} + \text{INF} + 0,5 * (\text{INF} - 2) + (\text{U}^* - \text{U})$$

où RR représente le taux d'intérêt réel d'équilibre, INF l'inflation, U le taux de chômage et U\* le taux de chômage d'équilibre. Les paramètres RR et U\* sont inobservables mais la Fed estime qu'ils se situent respectivement à 0 % et 5 % pour les États-Unis. La BCE n'utilise pas explicitement cette règle de politique monétaire mais essayons de savoir ce qu'elle indiquerait pour la zone euro.

En zone euro, le NAIRU (« Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment »), c'est-à-dire le taux de chômage en deçà duquel des pressions inflationnistes se matérialisent, se situe aux alentours de 9,5 %, contre 11,3 % actuellement. Selon le FMI, le taux de chômage de la zone euro n'atteindrait ce niveau qu'en 2019... Par ailleurs, le FMI prévoit que l'inflation ne se redressera que graduellement sur les années à venir et n'atteindra que 1,7 % en 2020.

En ce qui concerne le taux d'intérêt réel d'équilibre, que Janet Yellen estime à 0 % pour les États-Unis, il est vraisemblablement largement en territoire négatif en zone euro. Rappelons que les banquiers centraux s'accordent sur le fait que le taux d'intérêt réel d'équilibre, inobservable, fluctue en fonction des fondamentaux de l'économie. Peter Praet est récemment revenu sur ce sujet ("*Lifting potential growth in the euro area*", avril 2015) en suggérant que le taux d'intérêt réel d'équilibre était désormais négatif. En juillet 2014, le bulletin mensuel de la BCE insistait sur le fait que l'écart grandissant entre le taux d'épargne et le taux d'investissement exerçait une forte pression à la baisse sur le taux d'intérêt réel d'équilibre (« *Real Interest Rates in the Euro Area: a longer-term perspective* »). Or les projections du FMI suggèrent que cet écart demeurerait très important jusqu'au moins 2020 (comme on peut le voir sur le graphique ci-contre). Le taux d'intérêt réel d'équilibre pour la zone euro se trouve vraisemblablement aux alentours de -2 %.

Maintenant que nous avons évoqué les différents paramètres utilisés dans une règle de Taylor classique pour la zone euro, voyons ce qu'indiquerait son application pour les années à venir. Pour les valeurs futures de l'inflation et du taux de chômage, nous avons retenu les prévisions du FMI jusqu'en 2020. Toutefois, puisque le taux d'intérêt réel d'équilibre est inobservable, qu'il varie avec le temps, et que son estimation est sujette à controverse, nous représentons dans le graphique ci-contre un ensemble de règles de Taylor ayant recours à différentes valeurs du taux d'intérêt réel d'équilibre : 0 % ; - 1 % ; - 2 % et - 3 %. Notons toutefois qu'avec la reprise économique qui s'amorce, ce taux d'équilibre sera vraisemblablement moins négatif lors des années à venir.

Le moins que l'on puisse dire est que ces simulations indiquent que la BCE devrait garder des taux proches de zéro pendant plusieurs années. Même

### L'essentiel

**Avec l'amélioration relative des perspectives économiques en zone euro, certains commentateurs ont évoqué un possible arrêt prématuré du QE de la BCE alors même que celui-ci ne fait que commencer. Ces interrogations semblent n'avoir aucun fondement sérieux.**

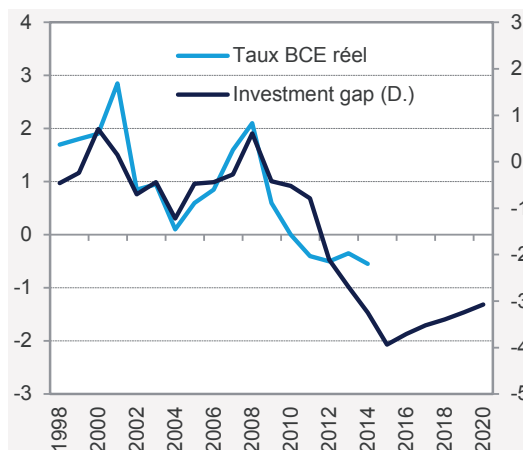
Nous avons effectué des simulations du taux de refinancement de la BCE jusqu'à fin 2010 en utilisant une règle de Taylor classique. Même si ces estimations sont nécessairement imprécises, étant donné la difficulté à estimer le taux réel d'équilibre, il ressort de ces simulations que la BCE gardera une politique très accommodante pendant encore très longtemps.



Le FMI prévoit que l'inflation ne se redressera que graduellement sur les années à venir et n'atteindra que 1,7 % en 2020.



1 Taux BCE réel et investment gap en % du PIB (différence entre investissement et épargne privée)

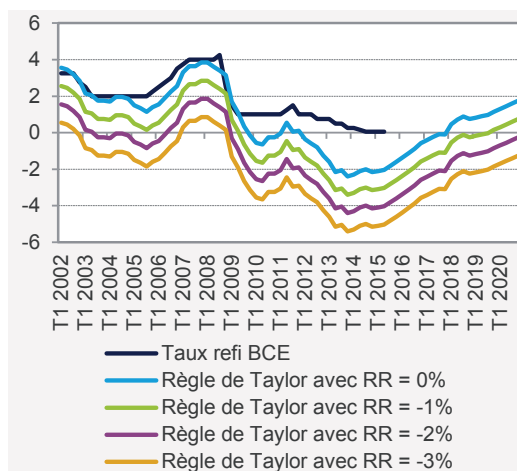


Source : Datastream, Recherche Amundi

si le taux d'intérêt réel d'équilibre revenait à 0 %, la règle de Taylor que nous avons considérée n'indiquerait une remontée du taux refi de la BCE qu'en 2018. Dans le cas d'un taux d'intérêt réel d'équilibre à -1 %, les simulations indiqueraient une première remontée de taux en 2020 seulement. Et dans l'hypothèse où le taux réel d'équilibre serait inférieur ou égal à -2 %, il serait vain d'attendre une remontée de taux BCE sur les cinq prochaines années. Après tout, cela fait presque sept ans que la Fed a adopté une politique de taux zéro alors que la BCE n'a un taux refi inférieur ou égal à 0,25 % que depuis novembre 2013... Quelle que soit l'hypothèse retenue pour le taux réel d'équilibre, la règle de Taylor indique un taux refi négatif à la fin du T3 2016, date de la fin du QE de la BCE. Il serait même très négatif et proche de -2 %, en retenant un taux réel d'équilibre à -1 % ! Autrement dit, il faudrait vraiment que la reprise économique soit très forte pour que la BCE arrête net son QE en septembre 2016 : ce n'est pas le plus probable.

Quoi qu'il en soit, et même si la BCE n'a pas explicitement recours à une règle de Taylor, la BCE gardera encore des taux zéro au moins jusqu'en 2018 et la partie courte de la courbe des taux allemande restera donc plate. De plus, le « taux terminal » d'un hypothétique futur cycle de resserrement monétaire (un cycle qui se terminerait dans fort longtemps) serait lui-même très bas et la partie longue de la courbe des taux allemande est donc vouée à rester elle-même très basse pour une période prolongée.

2 Règle de Taylor classique pour la BCE



Source : Datastream, Recherche Amundi



## Amundi Research Center

Top-down  
**Asset Allocation**  
Bottom-up  
**Corporate Bonds**  
**Fixed Income**



Foreign Exchange  
Money Markets  
**Equities**

**Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:**  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

Monetary Policies  
Forecasts  
**Investment Strategies**  
Quant  
**Emerging Markets**  
Sovereign Bonds  
**Private Equity**  
Real Estate  
**High Yield**

## Publications récentes

### Working Papers

- **Option Pricing under Skewness and Kurtosis using a Cornish Fisher Expansion**  
SOFIANE ABOURA — *Associate Professor – Paris-Dauphine University & DIDIER MAILLARD, Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor*
- **Modelling Tail Risk in a Continuous Space**  
DIDIER MAILLARD, *Professor – Cnam, Amundi Senior Advisor*
- **Portfolio Capital Flows: A Simple Coincident Indicator for Emerging Markets**  
JULIEN MOUSSAVI — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*

### Discussion Papers Series

- **Les cycles longs et les marchés d'actifs**  
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Actifs alternatifs dans une allocation: pourquoi, comment, combien ?**  
SYLVIE DE LAGUICHE — *Recherche Quantitative – Paris*, ÉRIC TAZE BERNARD — *Responsable du Conseil en Allocations d'Actifs – Paris*
- **Le cycle court de l'investissement: feuille de route**  
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Gérer l'incertitude avec le concept DAMS (Diversification Across Macroeconomic Scenarios): de la segmentation des actifs à la gestion de portefeuille**  
SIMONE FACCHINATO — *Gestion d'actifs – Milan*, GIANNI POLA — *Recherche Quantitative – Paris*
- **L'immobilier physique dans l'allocation d'actifs à long terme: le cas de la France**  
CÉCILE BLANCHARD — *Recherche Immobilier*, SYLVIE DE LAGUICHE, ALESSANDRO RUSSO — *Recherche Quantitative – Paris*

### Spécial Focus

- **ECB: An impressive QE**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*, TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique – Paris*
- **Asset allocation in a context of falling oil prices: the case of institutions in commodity-exporting countries**  
GIANNI POLA — *Recherche Quantitative – Milan*, ERIC TAZÉ BERNARD, *Responsable du Conseil en Allocation d'Actifs – Paris*
- **Pre ECB Committee commentary ECB's QE. Which QE ?**  
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

## Correspondants

### Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE  
*Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

### Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*, SHIZUKO OHMI – *Tokyo*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

### Support

– PIA BERGER  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*  
– BENOIT PONCET  
*Recherche, Stratégie et Analyse – Paris*

## AVERTISSEMENT

Directeur de la publication: Pascal Blanqué  
Rédacteur en chef: Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com)

Amundi, Société anonyme au capital de 596262615 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Crédit photo: Thinkstock by Getty Images