

Politiques monétaires : l'histoire sans fin*

OFCE, Centre de recherche
en économie de Sciences Po
Département analyse
et prévision

Les banques centrales sont toujours confrontées au problème de la trappe à liquidité qui freine la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des marchés financiers. Malgré les doutes subsistant sur l'efficacité des actions prises jusqu'ici, de nouvelles mesures ont été annoncées en septembre et en octobre 2011. Au sein de la zone euro, la recrudescence des tensions sur les marchés interbancaires de la zone euro ont poussé la BCE à renouveler les opérations exceptionnelles de refinancement à long terme et à lancer un second programme d'achats d'obligations sécurisées. Ces annonces font notamment suite à celle de la Banque d'Angleterre le même jour prévoyant une nouvelle vague d'achats d'obligations publiques pour un montant de 75 milliards de livres sterling. Quant à la Réserve fédérale, elle a maintenu son engagement de laisser le taux directeur entre 0 et 0,25 % au moins jusqu'en milieu d'année 2013. À travers l'opération twist, la Réserve fédérale prévoit également de modifier la structure en augmentant la maturité des titres publics qu'elle détient. Enfin, la Banque du Japon continue également poursuit ses achats de titres publics.

Ces décisions marqueraient également la volonté de la Banque d'Angleterre, de la Réserve fédérale et de la Banque du Japon de continuer à faire pression sur les conditions de financement à long terme. Or, l'évolution des taux d'intérêt à long terme conditionne l'efficacité de la politique budgétaire, en réduisant d'une part les effets d'éviction financière et en assurant la soutenabilité des trajectoires de dette publique qui dépend cruciallement de l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt. De fait, ces mesures d'assouplissement quantitatives mises en œuvre aux États-Unis et au Japon accompagnent la mise en œuvre de nouveaux plans de relance budgétaire et garantissent ainsi une meilleure coordination des politiques économiques. Si le gouvernement britannique a fait le choix d'une forte restriction budgétaire, il bénéficierait cependant des actions entreprises par la Banque d'Angleterre pour atténuer l'impact récessif des plans d'austérité. Comparativement à ses homologues, la zone euro disposerait alors de marges de manœuvre à la fois en termes de baisse des taux d'intérêt mais également afin d'améliorer la coordination entre politiques monétaire et budgétaire. La BCE pourrait renforcer et élargir sa politique d'achats de titre pour faire pression à son tour sur les taux longs. En intervenant sur les marchés pour acheter des titres grecs ou italiens, la BCE a avant tout cherché à préserver la stabilité financière eu égard à la forte exposition du système bancaire européen sur les titres de dette souveraine et à assurer, dans l'attente d'une solution pérenne, la viabilité de la zone euro. La BCE pourrait donc à l'image des autres banques centrales amplifier sa politique d'achat de titres afin de peser plus largement sur les taux d'intérêt publics à long terme de l'ensemble de la zone euro.

* Ont contribué à cette étude spéciale : Christophe Blot et Christine Riffart.

La première partie de l'année 2011 a été marquée par une divergence des politiques monétaires entre les deux rives de l'Atlantique, après que la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé une première hausse du taux directeur d'un quart de point en avril 2011. Cette décision a été confirmée en juillet, illustrant la volonté de la BCE de normaliser sa politique monétaire plus que de se lancer dans une véritable phase de durcissement. Alors que nous anticipions en avril dernier que ce mouvement serait imité d'abord par la Banque d'Angleterre puis par la Réserve fédérale en 2012, la dégradation de la confiance et le maintien du chômage à un niveau élevé ont contrarié ce mouvement en suggérant que l'économie mondiale pourrait bien traverser une nouvelle période de turbulences. Les banques centrales et en particulier la BCE ont révisé leur diagnostic si bien qu'en lieu et place d'un durcissement de la politique monétaire, ce sont de nouvelles mesures d'assouplissement qui ont été décidées par la Réserve fédérale lors de sa réunion du 21 septembre 2011 puis par la Banque d'Angleterre et la BCE lors de leur réunion du 6 octobre 2011. Pourtant, le doute subsiste sur l'efficacité des mesures mises en œuvre jusqu'ici. Ni la zone euro, ni le Royaume-Uni, ni les États-Unis ne sont entrés en déflation mais les risques pesant sur la croissance restent élevés. La timide amélioration observée en fin d'année 2010 et en début d'année 2011 avait pourtant fait naître l'espoir d'une sortie de crise. C'était oublier que les performances en termes de croissance étaient encore en partie soutenues par les politiques budgétaires expansionnistes menées en 2009 et qui se sont poursuivies dans certains pays (États-Unis ou Allemagne) en 2010. De même, s'il y a bien eu une accélération de l'inflation au premier semestre 2011, celle-ci était principalement liée aux tensions réapparues sur les prix énergétiques. Une fois ces tensions retombées, les pressions déflationnistes devraient à nouveau resurgir puisque les taux de chômage n'ont amorcé qu'un timide repli.

Dans ce contexte, les banques centrales maintiendront une orientation expansionniste jusqu'en fin d'année 2012. La Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, ne disposant plus de marges de manœuvre pour baisser les taux, stimuleraient l'économie uniquement par des mesures non conventionnelles. Seule la BCE a encore la possibilité de baisser les taux, ce qu'elle pourrait faire après l'entrée en fonction de son prochain président Mario Draghi. Mais ces mesures de soutien seraient en partie contrariées par le durcissement de la politique budgétaire qui sera également mis en œuvre au Royaume-Uni. De fait, seuls les États-Unis et le Japon auraient pris conscience des réelles menaces pesant sur leur économie en adoptant un *policy-mix* clairement expansionniste en 2012.

1. La trappe à liquidité n'est toujours pas refermée

Dans un contexte où les performances économiques sont mauvaises depuis le début de l'année et où les marges de manœuvre des gouvernements pour soutenir l'économie sont étroites compte tenu des déficits budgétaires passés et des tensions

persistantes sur les marchés des dettes souveraines, les autorités monétaires redoublent d'efforts pour stimuler l'économie, refermer la trappe à liquidité (encadré 1) et endiguer le risque de déflation. Pour cela, l'arme principale reste l'action sur les taux d'intérêt.

Encadré 1 : Qu'est ce qu'une trappe à liquidité ?

La trappe à liquidité renvoie à une situation où le taux d'intérêt atteint un niveau plancher et où la politique monétaire ne parvient plus à stimuler l'économie par le recours aux instruments conventionnels. L'image de la trappe correspond à l'idée que toute monnaie supplémentaire émise par la banque centrale est immédiatement absorbée – comme si elle tombait dans une trappe – par une demande de monnaie qui devient infiniment élastique au taux d'intérêt. Monnaie et titres deviennent alors parfaitement substituables. La notion de demande de monnaie est cependant poreuse et les banques centrales ne contrôlent pas directement l'offre de monnaie. Néanmoins, la trappe à liquidité conserve toute sa pertinence dans sa capacité à décrire une situation où la politique monétaire devient partiellement ou totalement inopérante. En effet, en supposant que le comportement de la banque centrale est caractérisé par une fonction de réaction qui relie le taux d'intérêt à l'écart de croissance et à l'écart de l'inflation à sa cible, tout choc négatif sur la croissance nécessite une baisse du taux d'intérêt. Dans un environnement faiblement inflationniste et où les taux d'intérêt sont bas, les marges de manoeuvre à la baisse sont réduites en cas de choc de forte amplitude. En l'absence de toute autre réaction de politique économique, la demande n'est pas suffisamment stimulée et l'économie s'enfonce progressivement dans la récession puis dans la déflation. Les banques centrales peuvent alors recourir aux mesures dites non conventionnelles. Par des programmes d'achats de créances publiques ou privées, elles tentent d'avoir une prise directe sur la structure par terme des taux d'intérêt. Elles fournissent en quantité abondante des liquidités au système bancaire afin d'encourager le crédit. Elles peuvent également chercher à influencer les anticipations d'inflation et de taux futurs. En effet, une hausse de l'inflation anticipée permet de réduire le taux d'intérêt réel ex-ante, de même que les banques centrales espèrent que l'engagement sur une politique de taux faibles à un horizon long redonnera confiance aux agents privés et les incitera ainsi à consommer et investir.

Ainsi, au-delà du taux d'intérêt déterminé par la banque centrale, la trappe à liquidité pointe l'incapacité du système financier à se porter sur des projets risqués. La préférence pour la liquidité et la sécurité devient infinie. Malgré l'offre abondante de refinancement par la banque centrale, les banques commerciales réduisent les nouveaux crédits accordés aux agents privés non financiers. Les cours boursiers diminuent, le crédit ralentit et les écarts des taux privés sur les taux publics s'accroissent.

Source : repris de « Politique monétaire : attention à la trappe », dans « La route vers la déflation ? Perspectives de l'économie mondiale 2010-2011 », *Revue de l'OFCE*, n° 115, 2010.

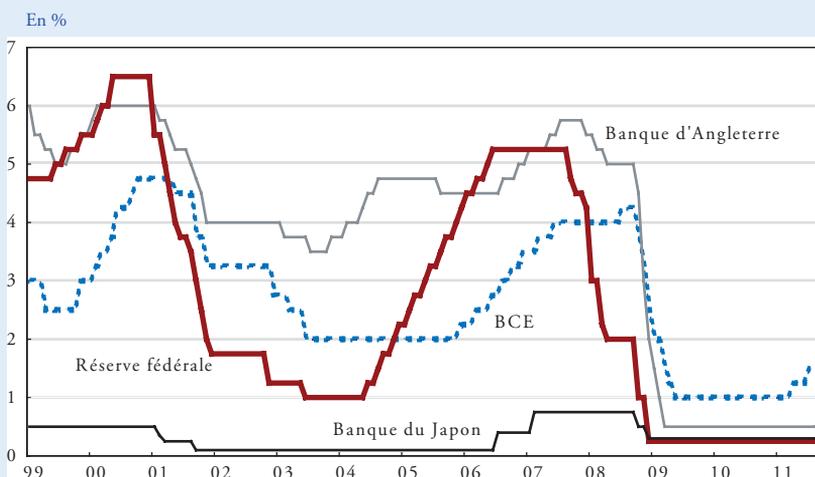
1.1. Divergences d'appréciation des risques à court terme

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a continué de privilégier le soutien à la croissance en maintenant les taux des Fonds fédéraux proche de 0 (graphique 1). Certes, l'inflation s'est fortement accélérée au cours du premier semestre. De 1,1 %

en novembre 2010, elle est passée à 3,8 % en août 2011. L'inflation sous-jacente n'est pas non plus en reste : sur la même période, elle est passée de 0,7 % à 2 %. Mais le prix des matières premières a cessé d'augmenter depuis avril, ce qui permet un repli des composantes les plus volatiles de l'inflation. Quant aux tensions sur le marché du travail, la stagnation du chômage autour de 9 % écarte le risque d'une inflation par les salaires. De fait, les anticipations d'inflation à long terme, après être revenues vers leur tendance d'avant-crise de 2,5 % en avril 2011, ont baissé : en septembre, elles sont inférieures à 2 % (graphique 2). Les anticipations à moyen terme (cinq ans) ont suivi le même mouvement et terminent à 1,5 %. La situation est identique au Royaume-Uni où la Banque d'Angleterre s'inquiète davantage de la détérioration de la situation économique que de l'accélération de l'inflation (pourtant à 4,5 % en septembre), qui s'explique essentiellement par des facteurs exogènes et temporaires (notamment le relèvement de la TVA et la hausse de certains tarifs publics). Après avoir évoqué l'idée d'un resserrement lors des réunions du printemps dernier, le Comité de Politique Monétaire a donc décidé de maintenir son taux directeur inchangé à 0,5 %.

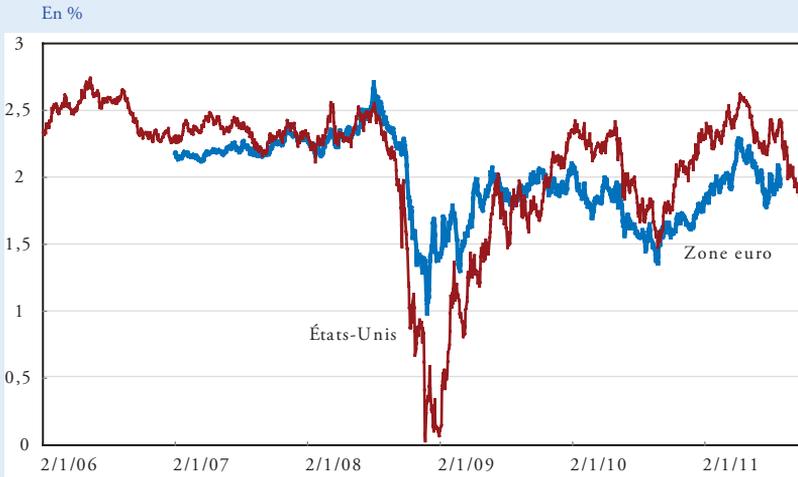
La BCE est donc la seule à avoir réagi à l'accélération de l'inflation (passée de 1,9 % à 3 % entre novembre 2010 et septembre 2011 en moyenne en zone euro). Une première hausse d'un quart de point a eu lieu en avril suivie d'une deuxième, du même montant, en juillet. Le taux directeur atteint donc 1,5 %. À la différence de ce qui s'est passé dans les autres Banques centrales, la BCE affiche son orthodoxie, en estimant que malgré des taux de chômage élevés, le risque d'une inflation par les salaires devait être désamorcé. Cette position l'isole et surtout pourrait l'amener à baisser ses taux dans les prochains mois.

Graphique 1 : Taux directeurs



Source : Banques centrales nationales.

Graphique 2 : Anticipations d'inflation*



* Sur la base des titres publics indexés sur l'inflation.

Sources : Départements du Trésor (France et États-Unis).

Malgré des politiques de taux qui peuvent toujours être jugées comme accommodantes, les conditions de financement sur les marchés monétaires à court terme sont restées stables jusqu'au début de l'été avant de se tendre sensiblement. Les bons du Trésor ont continué de bénéficier de leur qualité de titres sûrs et liquides et les taux de rémunération sont restés proches de 0. Sur le marché des prêts interbancaires, l'écart entre le taux LIBOR et l'Overnight Index Swap (OIS), qui reflète le degré de tensions sur les marchés interbancaires, est resté stable aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro jusqu'en juillet 2011 (graphiques 3 et 4). Depuis, les incertitudes des investisseurs à l'horizon des prochains mois ont repris. Les écarts de taux ont augmenté de 0,2 point environ aux États-Unis et au Royaume-Uni sur les échéances à trois mois et à douze mois. Aux États-Unis, la crise politique entourant le relèvement du plafond de la dette publique a nourri jusqu'au 2 août 2011 l'incertitude des investisseurs sur le risque d'un défaut de paiement de l'État américain et la dégradation de la note souveraine par Standard & Poors la semaine suivante a définitivement confirmé que le risque zéro n'existait pas. Mais c'est dans la zone euro que les tensions se sont le plus accentuées du fait de la crise budgétaire de certains états et de la difficulté des pays membres à y remédier. Les écarts entre les taux pratiqués sur les prêts interbancaires garantis et ceux ne l'étant pas atteignent 0,7 point sur les échéances à trois mois et 0,9 point sur celles à douze mois. Ils sont de nouveau proches des niveaux atteints en 2008. Même s'ils n'ont pas encore atteint les sommets observés lors de la faillite de Lehman Brother, de telles tensions montrent bien que la situation en matière de dette souveraine pèse fortement sur la stabilité du système bancaire européen. Ces craintes sont de surcroît renforcées par les multiples déclarations, notamment de la part du FMI, soulignant la fragilité des banques européennes liée à leur forte exposition aux dettes des États membres de la zone euro.

Graphique 3 : Écart entre le taux interbancaire et l'OIS à trois mois



Source : Datastream.

Graphique 4 : Écart entre le taux interbancaire et l'OIS à douze mois



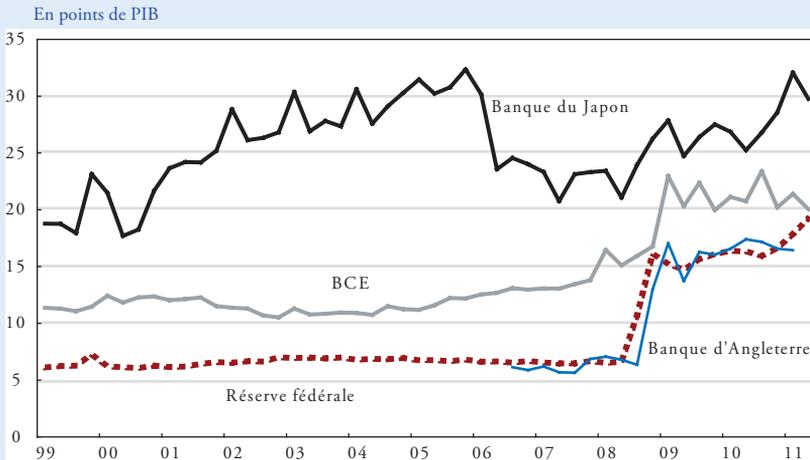
Source : Datastream.

1.2. Poursuite de l'assouplissement quantitatif par les banques centrales

Du fait d'une préférence très forte des investisseurs sur les titres sans risque (donc publics) et très liquides (donc à court terme), les banques centrales sont toujours confrontées au problème de la trappe à liquidité, qui freine la transmission de la politique monétaire à l'ensemble des marchés financiers, et doivent donc poursuivre leur engagement dans des politiques d'assouplissement quantitatif. Ces différentes

mesures contribuent à accroître la taille des bilans des banques centrales (graphique 5) en monétisant la dette comme le font la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon. Après les injections massives de liquidités sous forme de facilités de crédits aux institutions financières en 2008, les banques centrales, dont la Réserve fédérale, Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, ont mis en place des politiques alternatives d'achats de titres publics ou garantis par l'État pour faire pression sur les taux longs privés à moyen et long termes qui sont ceux qui commandent les décisions d'investissement des ménages et des entreprises.

Graphique 5 : Taille des bilans des banques centrales



Sources : Banques centrales nationales.

Au Royaume-Uni, le programme d'achat d'actifs a été lancé en mars 2009. Initialement prévu pour un montant de 75 milliards de livres sterling, il a été progressivement accru pour atteindre un montant proche de 200 milliards. L'essentiel des achats s'est porté sur des obligations publiques, la part des obligations privées ne représentant que 0,5 % du programme. Mais, même en concentrant ses achats sur les actifs publics, la Banque d'Angleterre entendait agir sur les taux à long terme à la fois publics et privés.

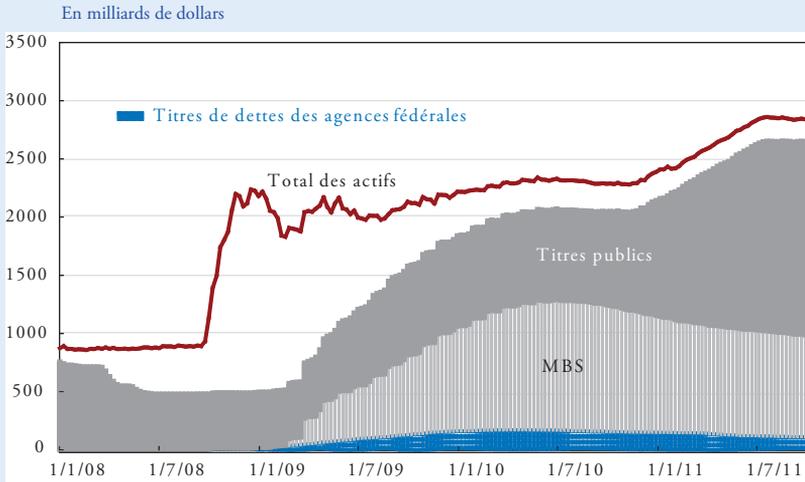
Du fait de l'importance du volume et du rôle de référence des bons du Trésor américain sur les marchés financiers, la Réserve fédérale est celle qui a été le plus loin dans ce processus. Tout d'abord, en annonçant dès la réunion du FOMC (Federal Open Market Committee) du 17 mars 2009, le maintien du taux des Fonds fédéraux à un niveau exceptionnellement bas pendant une période « étendue » (*extended period*), c'est-à-dire aussi longtemps que nécessaire, la Réserve fédérale entend faire pression sur les anticipations des taux courts qui influencent la formation des taux à maturité plus longue. L'annonce de programmes d'achats massifs de titres publics à long terme peut avoir un effet passager sur les taux. Mais surtout, ces achats doivent jouer sur les volumes et modifier les prix relatifs des différents produits. En

réduisant l'offre de titres disponibles sur le marché secondaire de la dette souveraine ouvert au public, la Banque vise à augmenter les prix de ces titres et réduire leur rendement. Ceci doit inciter l'investisseur à modifier la composition de son portefeuille au profit d'autres titres considérés comme des substituts proches. Au final, l'ensemble de la structure des taux doit être modifié, y compris la prime de risque attendue sur des titres moins sûrs que les titres publics. Un resserrement de primes de risque entre taux publics et taux privés est donc attendu, ainsi qu'un aplatissement de la courbe des taux.

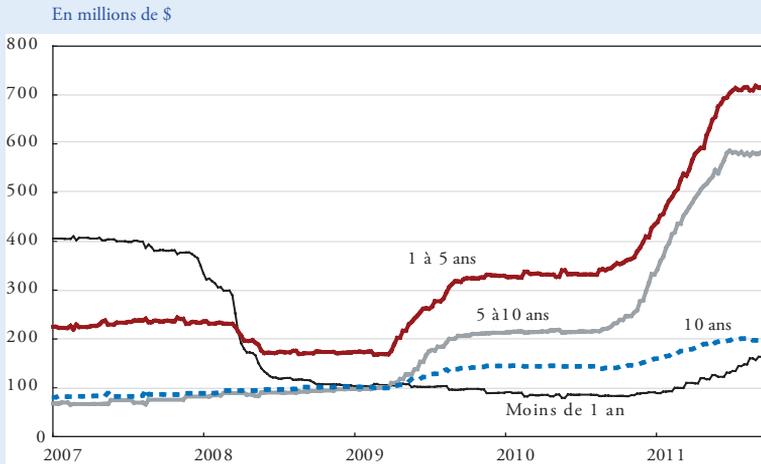
Cette stratégie d'achat de titres publics de grande ampleur a commencé aux États-Unis fin 2008 (graphique 6). Entre fin 2008 et mars 2010, la Réserve fédérale a acheté 1 700 milliards de dollars de titres à long terme : 1 250 milliards en Mortgage Baked Securities (MBS), 300 milliards en obligations du Trésor, et 170 milliards en titres de dettes émis par les deux organismes de crédits hypothécaires Freddie Mac et Fannie Mae. En novembre 2010, un nouveau plan d'achat d'obligations du Trésor (dit *Quantitative easing 2* ou QE2) était lancé sur six mois pour un montant de 600 milliards de dollars. Au final, à la mi-2011, la Réserve fédérale détient 2 600 milliards de dollars en titres publics contre 790 à la mi-2007. En plus des interventions croissantes de la Réserve fédérale, la composition de ces actifs s'est également modifiée (graphique 7). Si en 2008, la Réserve fédérale visait à soutenir le marché du crédit hypothécaire (d'où le programme d'achat massif de MBS et de titres d'agences jusqu'au printemps 2010), le QE2 s'est exclusivement concentré sur les titres de dette publique pour jouer sur la chaîne de taux. Simultanément, la Réserve fédérale a réinvesti le remboursement des titres de dettes d'agences fédérales arrivés à terme au profit des titres du Trésor à échéance de plus en plus longue. Ces achats se sont poursuivis au cours de l'été 2011, à montant de bilan inchangé. À la fin de l'été, les avoirs de la Réserve fédérale en titres étaient composés à 62,8 % de titres du Trésor, à 33,1 % de MBS et à 4,1 % de titres de dette fédérale.

Aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni, les taux privés ont effectivement bénéficié du contexte général de baisse des taux publics à long terme (graphique 8). Ainsi, après avoir atteint un pic à 6,9 % aux États-Unis et après avoir été supérieurs à 8,0 % au Royaume-Uni en octobre 2008, les taux privés sont en moyenne inférieurs à 4 % depuis le début de l'année 2011 aux États-Unis et dans la zone euro et proches de 4,5 % au Royaume-Uni. Néanmoins, un écart avec les taux publics se creuse de nouveau depuis la fin de l'année 2010 (graphique 9). En Allemagne, l'écart de taux a brutalement augmenté en mai 2011 puis durant l'été 2011. Il atteint désormais 2,9 points, se rapprochant ainsi du pic à 4,1 points observé en décembre 2008.

De son côté, si la BCE a également mis en œuvre des mesures non conventionnelles, celles-ci furent principalement destinées à soutenir la liquidité du système bancaire. De fait, jusqu'à l'éclatement de la crise grecque en mai 2010, la BCE n'avait lancé qu'un programme d'achats d'obligations sécurisées pour un montant 60 milliards d'euros, soit 3 % de la taille du bilan de la BCE en juillet 2010

Graphique 6 : Actifs du bilan de la Réserve fédérale

Source : Flow of Funds.

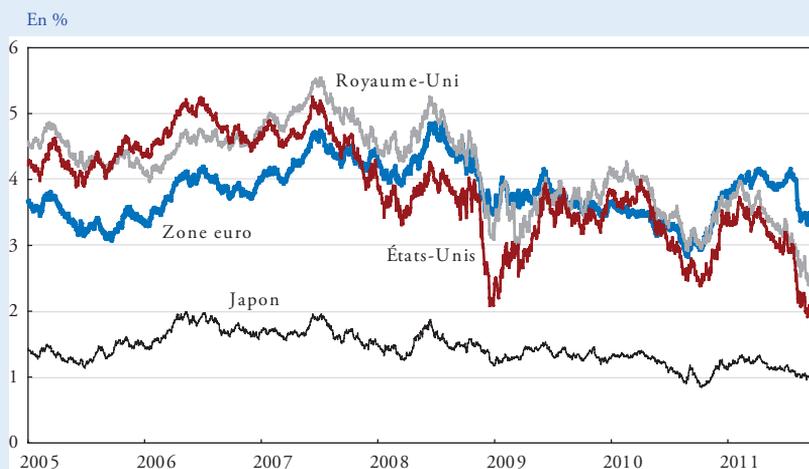
Graphique 7 : Maturité des obligations publiques détenues par la Réserve fédérale

Source : Réserve fédérale.

lorsque le programme d'achats fut totalement réalisé. Néanmoins, en allongeant la maturité de ses opérations principales de refinancement et en décidant de servir en intégralité toutes les demandes qui lui étaient formulées, les actions de la BCE ont conduit à une forte augmentation de son actif (graphique 10) qui dépasse maintenant 2 000 milliards d'euros. De fait, l'objectif de la BCE ne fut pas tant d'agir sur la structure par terme des taux d'intérêt et sur les taux de marchés obligataires privés mais plutôt de garantir la liquidité des banques et de permettre le

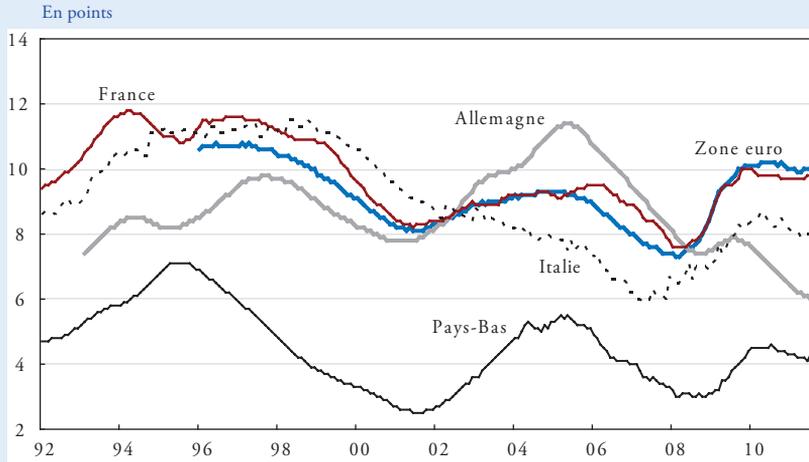
maintien de l'activité de crédit dans la zone euro qui y tient un rôle bien plus important qu'aux États-Unis. En 2007, la part des crédits alloués par le système bancaire de la zone euro s'élevait à 145 % du PIB contre seulement 63 % aux États-Unis. Il était donc logique que la stabilité du système bancaire soit la priorité de la BCE. C'est ce même argument qui a motivé la politique d'achat des titres de dette publique des pays en crise (Grèce, Irlande, Portugal et Italie) à compter du mois de mai 2011. L'intégration financière du système bancaire européen a provoqué un mouvement de diversification des portefeuilles à l'échelle de la zone euro dans la mesure où les différents acteurs n'avaient plus à supporter de risque de change. La baisse des prix des obligations grecques, portugaises ou irlandaises ainsi que les risques de défaut sur les dettes exposent les banques des États membres à de nouvelles pertes après les importantes dépréciations d'actifs qu'elles ont subies sur les produits structurés. En outre, la baisse des notations modifie le risque du portefeuille, ce qui engendre de nouvelles contraintes *via* les ratios prudentiels. La BCE a donc décidé d'élargir la gamme des collatéraux pouvant être déposés en garantie par les établissements bancaires afin de ne pas réduire leur liquidité. En outre, en achetant des titres sur les marchés secondaires, la BCE a également tenté de se porter garante de la pérennité de la zone euro. Toutefois, malgré un montant de titres achetés qui atteignait 160 milliards d'euros en septembre 2011, la BCE n'est pas parvenue à réduire l'écart exorbitant qui s'est créé entre les taux publics de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande et ceux de l'Allemagne (graphique 11).

Graphique 8 : Taux longs publics



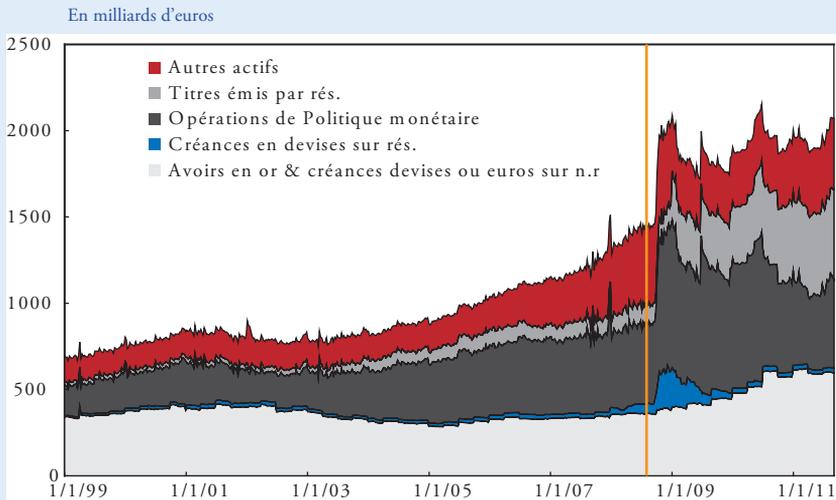
Source : Datastream.

Graphique 9 : Écarts de taux publics/privés



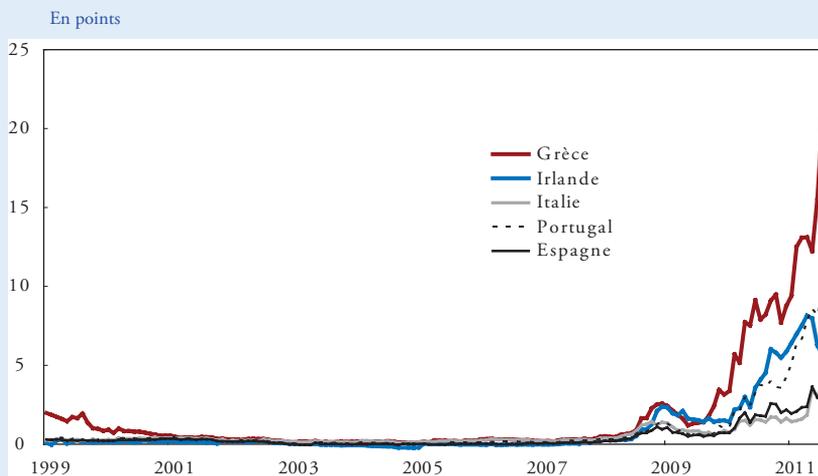
Source : Datastream.

Graphique 10 : Actifs de la Banque centrale européenne



Source : BCE.

**Graphique 11 : Écarts de taux publics des pays de la zone euro
(vis-à-vis de l'Allemagne)**



Source : Datastream.

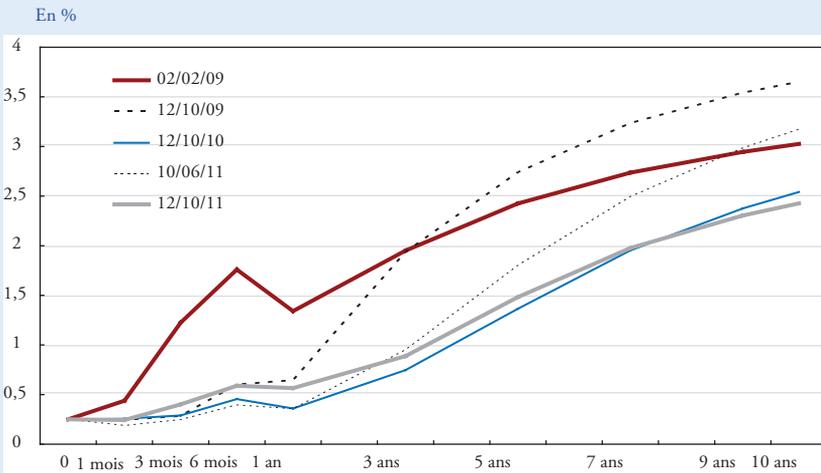
Si tout est mis en œuvre pour fermer cette trappe à liquidité et stimuler les investissements financiers, les effets sont difficiles à mesurer. Les taux publics américains n'ont pas baissé significativement pendant les QE1 et QE2 (mars 2009 à octobre 2009 et novembre 2010 à juin 2011) à en juger l'évolution de la courbe des taux entre le début et la fin des programmes (graphique 12). En 2009, les taux publics à court terme ont baissé sensiblement, laissant supposer un report des investissements vers ces titres, au détriment des investissements à plus long terme. Le deuxième programme semble encore moins concluant si l'on se réfère à la pente de la courbe sur les taux à plus long terme. La mesure de l'impact de ces programmes est néanmoins délicate. Plusieurs facteurs jouent sur la formation des taux et ont pu pousser les taux longs à la hausse : les anticipations de croissance qui s'étaient améliorées à la fin de l'année 2010, la hausse de l'inflation, les incertitudes sur l'évolution des finances publiques, la relance de l'attractivité des titres publics américains à la suite des craintes de défaut des dettes publiques en Europe. Néanmoins, plusieurs études empiriques ont fait apparaître qu'en moyenne, le QE1 (de 300 milliards de dollars) aurait réduit les taux des obligations du Trésor à dix ans et ceux sur les obligations privées notés « high grade » de 38 points de base (voire 82 points) et le QE2 (pour 600 milliards de dollars) de 46 points¹. Cette baisse correspondrait à l'impact sur les taux longs d'une baisse de deux points de

1. « The Federal Reserve's large scale asset purchase programs : rationale and effects », Stefania D'Amico, W. B. English, D. Lopez-Salido, E. Nelson, Federal Reserve Board, mars 2011. « The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases », Joseph Gagnon, M. Raskin, J. Remacheans B. Sacks, *International Journal of central Banking*, mars 2011.

taux des Fonds fédéraux selon les réactions normales qui prévalent sur les marchés depuis 1987.

Malgré les différentes mesures prises par les banques centrales, l'horizon conjoncturel ne parvient pas se dégager. Les signes de tensions sur les marchés demeurent et la reprise de la demande tarde à se confirmer. Il n'est donc pas certain que la trappe à liquidité soit totalement refermée, ce qui pose donc la question de l'orientation des politiques monétaires pour la fin de l'année 2011 et en 2012.

Graphique 12 : Courbes des taux publics aux États-Unis



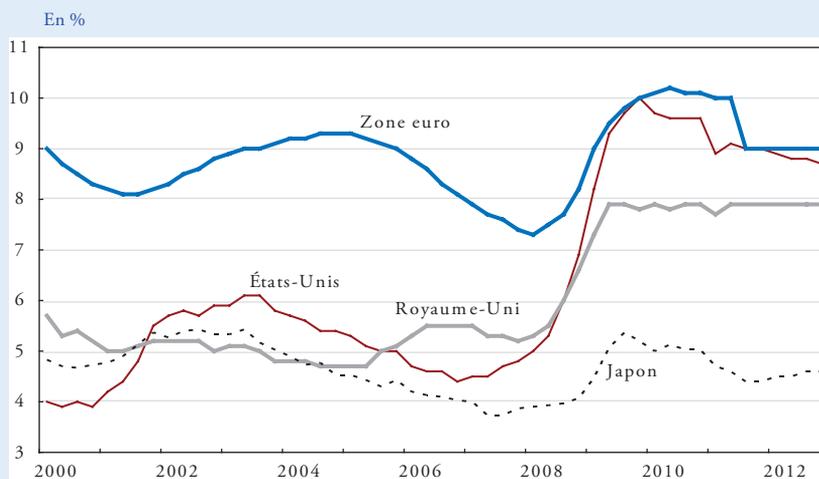
Source : Datasteam.

2. Un pas en arrière, un pas en avant

Malgré les doutes sur l'efficacité des mesures mises en œuvre par la Réserve fédérale, les décisions prises lors des réunions du FOMC d'août et septembre indiquent que la politique monétaire américaine continuera à être expansionniste au cours des prochains trimestres. Le niveau élevé du chômage reste une préoccupation centrale du FOMC et conditionne l'essentiel de son action. Les craintes inflationnistes sont reléguées au second plan et la dégradation des indicateurs économiques ne laisse pas entrevoir d'amélioration à court terme. Les risques sont plutôt orientés à la baisse et le chômage ne serait que très progressivement réduit en 2012 (graphique 13). Ainsi, la Réserve fédérale a renouvelé son engagement en faveur du maintien du taux objectif des fonds fédéraux entre 0 et 0,25 % et précisé qu'il restera à ce niveau exceptionnellement bas au moins jusqu'en milieu d'année 2013. En voulant ancrer les anticipations des taux courts futurs à un niveau plancher, elle fait par la même occasion pression sur les taux longs. Simultanément, un nouveau programme d'achat massif de titres a été

annoncé le 21 septembre 2011 (dit QE3). Le plan prévoit l'achat, d'ici juin 2012, de 400 milliards de dollars de titres du Trésor ayant une durée de vie restante entre six et trente ans contre des titres ayant une durée de vie restante inférieure à trois ans.

Graphique 13 : Taux de chômage



Sources : Eurostat, BLS, Ministry of Internal Affairs, ONS.

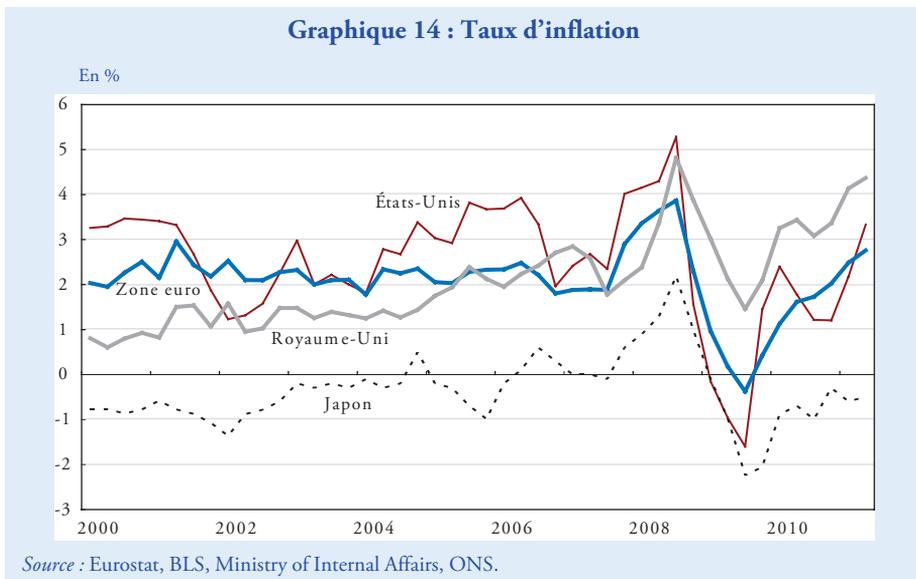
La Banque d'Angleterre a emboîté le pas de son homologue américaine en annonçant, à l'issue de la réunion du 6 octobre, de nouvelles mesures quantitatives afin de faire baisser les taux longs et d'apporter un soutien supplémentaire à la croissance. Elle devrait donc accroître son plan d'achat de titres publics de 75 milliards de livres sterling, portant ainsi son portefeuille à 275 milliards. Dans le même temps, le taux directeur a été maintenu à 0,5 %. De fait, l'éventualité de toute hausse de taux d'ici la fin de l'année 2012 apparaît maintenant écartée. Pourtant, jusqu'en juillet 2011, deux membres (Spencer Dale et Martin Weale) étaient encore en faveur d'une augmentation d'un quart de point du taux directeur. Ils étaient même trois en mai 2011 à privilégier cette option. Mais le remplacement d'Andrew Sentance par Ben Broadbent en juin a réduit l'influence des faucons au sein de la Banque d'Angleterre. En atteignant 4,4 % au deuxième trimestre 2011, l'inflation avait en effet largement dépassé la fourchette haute de la cible d'inflation retenue par la Banque d'Angleterre. Néanmoins, cette accélération de l'inflation résultait principalement de la hausse des prix énergétiques, qui aurait contribué à hauteur de 0,9 point à l'inflation, et des deux hausses du taux de TVA intervenues en janvier 2010 et janvier 2011. Les tensions sur les prix devraient donc s'estomper progressivement en 2012. C'est d'ailleurs la principale hypothèse qui était retenue dans la publication d'août 2011 du rapport sur l'inflation.

Englué dans la déflation depuis la fin des années 1990, le Japon multiplie les mesures d'assouplissement quantitatif. Initialement, la Banque du Japon prévoyait

un plan d'achats de titres pour un montant de 5 000 milliards de yen (soit 1 % du PIB). Ce plafond fut une première fois relevé après le tsunami et porté à 10 000 milliards (soit 2 % du PIB). Il atteint désormais 15 000 milliards (soit 3,1 % du PIB) et il n'est pas exclu qu'il soit de nouveau relevé dans les prochains mois.

La position de la BCE devient de plus en plus isolée et les décisions prises au cours du premier semestre 2011 de procéder à deux hausses du taux d'intérêt directeur apparaissent aujourd'hui clairement en décalage au regard de la situation macroéconomique de la zone euro et des décisions prises par les autres banques centrales. Il est notamment frappant de constater que malgré des performances comparables en termes d'inflation et de chômage, la BCE et la Réserve fédérale ont divergé sur les actions devant être entreprises. Au cours de la première moitié de l'année 2011, l'inflation aux États-Unis ou au Royaume-Uni était même plus élevée que dans la zone euro (graphique 14). Quant au taux de chômage, il ne dépassait pas 8 % au Royaume-Uni en juin 2011 alors qu'il était proche de 10 % aux États-Unis et dans la zone euro. Pourtant, en juillet 2011, la BCE décidait d'une deuxième hausse du taux directeur alors que la Réserve fédérale mettait toujours en avant le niveau élevé du chômage américain pour justifier la stabilité du taux d'intérêt. Si cette divergence d'appréciation renvoie évidemment aux objectifs assignés à ces deux banques centrales, il n'en demeure pas moins que la BCE a systématiquement une interprétation stricte de son objectif de stabilité des prix.

Graphique 14 : Taux d'inflation



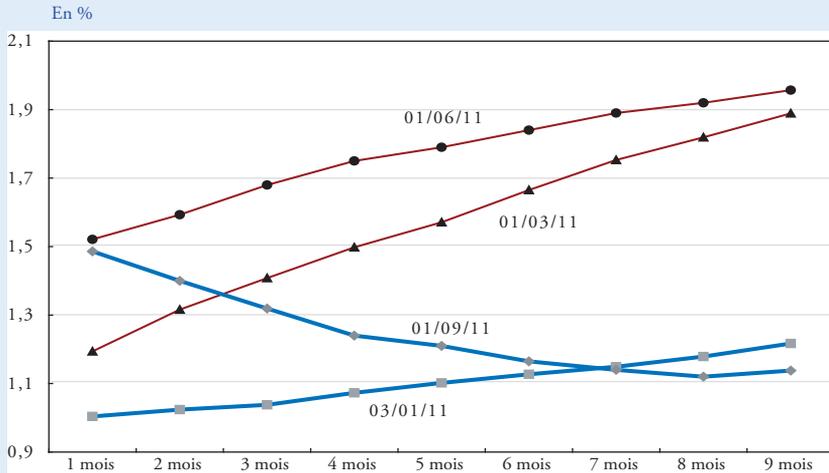
En outre, comme en août 2008, la BCE semble avoir agi prématurément. Certes, l'inflation a effectivement dépassé le seuil de 2 % au cours du premier semestre 2011. Mais cette accélération, comme celle observée jusqu'au milieu de l'année 2008, fut essentiellement liée aux tensions sur les prix énergétiques, qui se

sont ensuite progressivement résorbées. Chaque flambée du prix du pétrole provoque des effets de base à la hausse puis à la baisse. Les répercussions sur l'inflation sont, par construction, temporaires dès lors que le prix du pétrole se stabilise, même à un niveau élevé. Ainsi en 2008, le taux d'inflation était passé d'un pic à 4 % en juillet à 1,6 % en décembre. Par ailleurs, en se focalisant sur cette mesure de l'inflation, la BCE tend systématiquement à sous-estimer les risques pesant sur la croissance. Ainsi, en 2008, la BCE n'avait pas perçu que la zone euro était en récession dès le deuxième trimestre. Certes, cette information n'était pas disponible en juillet lors de la hausse d'un quart de point du taux directeur. Mais les tensions financières étaient déjà vives et les signes de blocage du système financier devenaient de plus en plus évidents, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre avaient d'ailleurs déjà engagé des politiques de baisse des taux d'intérêt, ce qui aurait pu alerter la BCE sur l'inopportunité d'une hausse supplémentaire de taux. La BCE aurait donc reproduit la même erreur en ce début d'année 2011. Si au premier trimestre, les signes d'une reprise de l'activité se confirmaient, le taux de chômage restait néanmoins proche de 10 %, ce qui rendait peu probable l'enclenchement d'une boucle prix-salaire. De plus, la croissance a nettement ralenti au deuxième trimestre (+0,2 % par rapport au précédent) et les indicateurs conjoncturels et financiers n'ont pas cessé de se dégrader depuis. Lors de la réunion de septembre, la BCE a d'ailleurs revu à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation pour l'année 2012. Le discours de Jean-Claude Trichet a également témoigné d'une réévaluation des risques et du diagnostic sur la politique monétaire adéquate. L'éventualité d'une baisse des taux est maintenant clairement envisagée. Elle est d'ailleurs également intégrée par les marchés puisque l'indicateur des taux d'intérêt courts anticipés dans trois mois est clairement orienté à la baisse (graphique 15). Il est par ailleurs intéressant de noter qu'à un horizon de neuf mois, les taux anticipés au premier septembre 2011 sont revenus au niveau de ceux qui étaient prévus en janvier. Les courbes intermédiaires montrent également comment les annonces de la BCE au cours du premier semestre 2011 ont orienté les taux anticipés à différentes échéances.

Nous retenons ce scénario d'une baisse des taux d'intérêt qui interviendrait en deux temps après la prise de fonction du futur Président de la BCE, Mario Draghi, en novembre. En effet, même si les décisions de la BCE sont prises par le Conseil des gouverneurs réunissant les dix-sept gouverneurs des banques centrales nationales et les six membres du Directoire, il nous semble que Jean-Claude Trichet ne souhaitait pas lier les mains de son successeur en engageant une réduction des taux d'intérêt. Il n'en demeure pas moins que les erreurs répétées de la BCE pourraient à terme nuire à sa crédibilité.

Par ailleurs, à l'issue de la réunion du 6 octobre 2011, la BCE a annoncé qu'elle renouvelait ses opérations exceptionnelles de refinancement pour pallier les besoins de financement des banques européennes, toujours menacées par la crise des dettes souveraines. Deux opérations d'une maturité de douze et de treize mois sont ainsi programmées pour les mois d'octobre et décembre 2011. Cette décision fait suite

Graphique 15 : Taux à trois mois anticipés



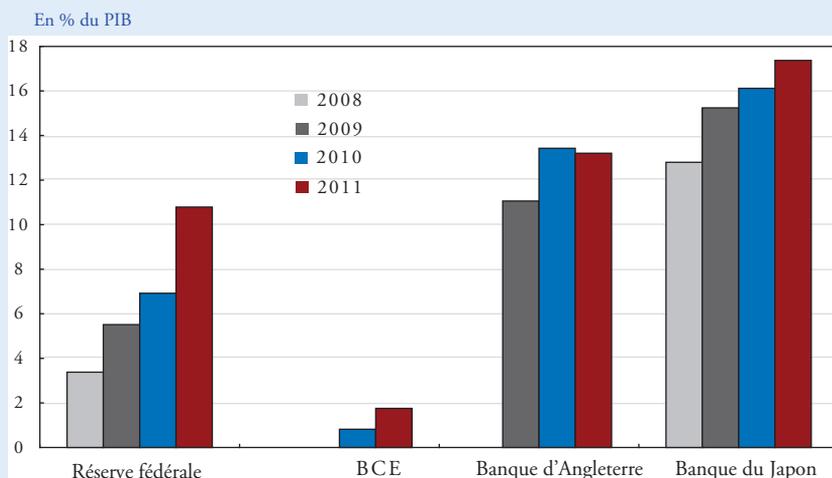
Source : Datastream.

aux vives tensions réapparues sur le marché interbancaire. Ces opérations seront menées à taux fixes et servies en intégralité, en fonction des besoins de liquidités des banques de la zone euro. De plus, la BCE a lancé un deuxième programme d'achat d'obligations sécurisées. Le portefeuille devrait alors passer de 60 milliards d'euros actuellement à 100 milliards d'ici octobre 2012. Ces décisions devraient entraîner alors un nouveau gonflement du bilan de la BCE. Pour autant, plus qu'un nouvel assouplissement quantitatif de la politique monétaire, cette annonce corrobore l'idée que la BCE continue probablement à dissocier son objectif de stabilité financière et celui de la stabilité macroéconomique. Pourtant, la crise de 2008-2009 avait montré que les deux étaient fortement imbriquées et qu'il est nécessaire de tenir compte des conséquences des difficultés du système bancaire sur leur activité d'octroi de crédit et donc sur les perspectives de croissance.

Enfin, si aucune annonce n'a été faite lors de la réunion du Conseil des gouverneurs en octobre, la BCE a poursuivi ses achats de titres de dette publique, portant son portefeuille à 160 milliards d'euros fin septembre 2011. La question a d'ailleurs continué à semer le trouble au sein du Conseil des gouverneurs puisque après la démission d'Axel Weber, Président de la Bundesbank pressenti pour prendre la succession de Jean-Claude Trichet, en février 2011, est intervenue celle de Jürgen Stark, membre du Directoire. Si officiellement, cette décision est le fait de raisons personnelles, il fait peu de doute qu'elle est également liée au fait que Jürgen Stark s'est farouchement opposé à la politique d'intervention sur les marchés de dette publique. Ces différents départs, ainsi que le remplacement de Jean-Claude Trichet par Mario Draghi, pourraient modifier l'équilibre des forces entre « faucons » et « colombes » (encadré 2) au sein du Conseil des gouverneurs et conditionner les décisions futures de la BCE à la fois en matière de taux d'intérêt et de politique

d'achat de titres. Jusqu'ici, ses achats de titres étaient principalement destinés à atténuer les tensions apparues sur les taux d'intérêt supportés par les pays fragilisés par la crise des dettes souveraines. Ce faisant, il faut reconnaître à la BCE la volonté d'agir afin de garantir la pérennité de la zone d'euro en transgressant le dogme selon lequel toute intervention de la BCE en faveur d'un État membre serait prohibée. Mais les actions entreprises par la BCE en matière d'achats de titres publics conservent une ampleur limitée comparativement aux plans mis en œuvre par la Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon (graphique 16). Évalué en point de PIB, le portefeuille de titres publics de la BCE ne dépassait pas 2 % en août 2011 quand celui de la Réserve fédérale était supérieur à 10 % ou que celui de la Banque du Japon s'élevait à 17,4 %. Même si elle fut réticente à s'engager dans une telle politique, la BCE dispose donc encore d'importantes marges de manœuvre pour assouplir sa politique monétaire et apporter par la même occasion sa contribution à la sortie de la crise que traverse la zone euro, de manière certainement moins coûteuse que par la voie d'un défaut souverain ou d'une exclusion d'un État membre de la zone euro. En abandonnant leurs fonctions, Axel Weber et Jürgen Stark ont peut-être laissé les mains libres aux tenants d'une ligne plus souple et plus favorable à un engagement plus important de la BCE sur la politique d'achats de titres de dette publique. À terme, une telle action devrait cependant faire l'objet d'une modification des traités européens. Il faut également souligner que la BCE disposant d'une totale indépendance en matière de gestion des instruments de politique monétaire pourrait, à l'instar de ce que fait la Réserve fédérale, annoncer un maintien des taux d'intérêt à un faible niveau pendant une période prolongée afin de dissiper toute anticipation déflationniste.

Graphique 16 : Portefeuilles de titres publics des banques centrales



Sources : Banques centrales nationales, Comptes nationaux, Eurostat.

Encadré 2 : Le poids des « colombes » et des « faucons » dans les comités de politique monétaire

Backus et Driffil (1985) ont introduit une distinction au sein des banquiers centraux entre les « faucons », ayant une forte aversion à l'inflation, et les « colombes », plus sensibles à la stabilisation de la croissance. Depuis, de nombreuses évaluations des membres des conseils de politique monétaire ont été effectuées pour quantifier leur « profil » sur une échelle allant de un pour les personnalités les plus « colombes » à cinq pour les plus « faucons ».

Pour les membres de la Banque d'Angleterre ou de la Réserve fédérale, la principale source d'information pour la notation des responsables repose sur l'analyse des votes retranscrits dans les Minutes des Conseils de politique monétaire. Ainsi, parmi les huit membres du Conseil de politique monétaire britannique, cinq sont considérés comme des colombes (M. King, C. Bean, D. Miles, P. Fisher et surtout A. Posen) et deux sont classés parmi les faucons (S. Dale et M. Weale). Quant à Ben Broadbent, qui remplace A. Sentance qui était perçu comme le plus faucon, il est supposé neutre. De même, parmi les personnalités ayant la possibilité de voter au FOMC américain, les colombes seraient majoritaires.

Pour les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE, la qualification des individus est beaucoup plus subjective car il n'y a pas de retranscription des débats du comité. L'évaluation repose alors sur les différentes déclarations de ses membres dans la presse. La tonalité de leurs interviews permet de juger s'ils sont en général plutôt favorables à un mouvement de baisse ou de hausse de taux. En croisant les différentes informations disponibles, il semble qu'actuellement les membres du Directoire de la BCE sont plutôt « faucons ». C'est le cas notamment de Jean-Claude Trichet, Jürgen Stark et Lorenzo Bini-Smaghi. Seul le portugais Vitor Manuel Ribeiro Constancio est classé « colombe » tandis que les autres membres seraient relativement neutres. Quant aux gouverneurs des dix-sept banques centrales nationales, leur positionnement moyen serait neutre. Toutefois, avec le départ de Jürgen Stark et la fin du mandat de Jean-Claude Trichet, l'équilibre pourrait se trouver modifier. D'une part, Jürgen Stark sera remplacé par un autre allemand, Jörg Asmussen, perçu comme nettement moins monétariste et intransigeant à l'égard de l'inflation que son compatriote. D'autre part, si Jean-Claude Trichet et Mario Draghi ont un positionnement assez proche, il faut prendre en compte qu'un nouveau gouverneur de la Banque centrale italienne devrait être nommé. De même, s'il n'y a aucune règle explicite, la coutume veut qu'il n'y ait pas deux personnalités de la même nationalité au sein du Directoire. C'est pourquoi il y a des pressions afin d'inciter Lorenzo Bini-Smaghi à démissionner. S'il le faisait, ce faucon pourrait être remplacé par une personnalité plus attachée à la stabilisation de la croissance. Dans une telle configuration, la BCE pourrait avoir un positionnement un peu moins neutre qu'aujourd'hui. Il faut cependant reconnaître que cette analyse reste largement subjective et que les jugements des membres des conseils de politique monétaire peuvent également être amenés à changer en fonction des circonstances. Ainsi, même si Jean-Claude Trichet a toujours été considéré comme le tenant d'une ligne assez ferme à l'égard de la lutte contre l'inflation, le rôle qu'il a joué dans la décision prise par la BCE d'acheter des titres publics grecs, portugais ou italiens l'ont plutôt porté dans le camp des colombes.

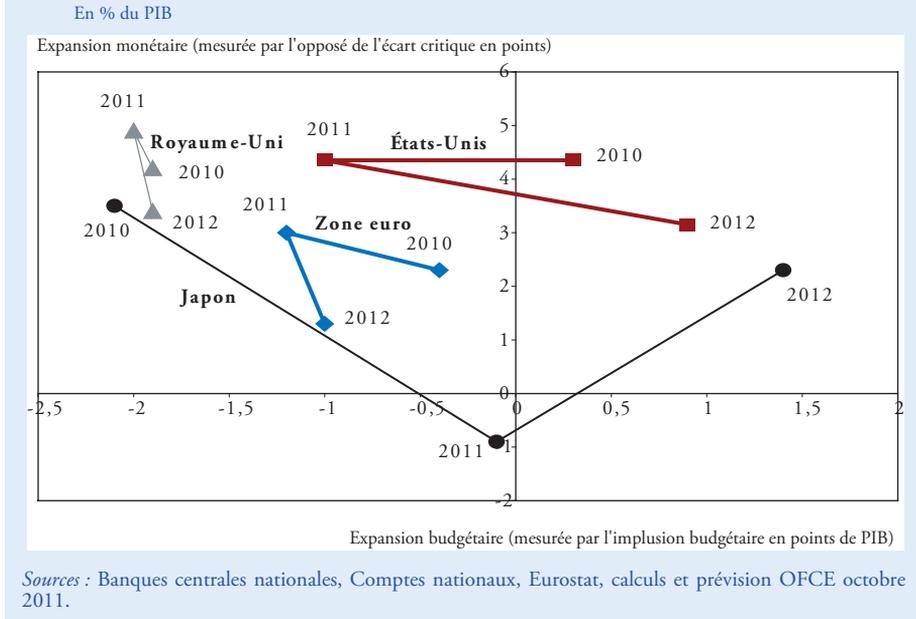
3. *Policy-mix* : l'expansion monétaire européenne contrariée

Le diagnostic porté sur la politique monétaire doit également tenir compte des décisions de politique budgétaire à la fois en raison du contexte macroéconomique international post-crise et aussi parce que la mise en œuvre d'un *policy-mix* coordonné reste le meilleur moyen de favoriser la reprise et la gestion des trajectoires de dette publique. De ce point de vue, toutes les politiques monétaires peuvent être jugées expansionnistes. Si l'on retient comme indicateur l'écart critique, mesuré ici comme la différence entre le taux d'intérêt réel de la banque centrale et la croissance du PIB, seul le Japon serait dans une zone de « restriction » monétaire en 2011 (graphique 17). Avec un taux directeur à 0,1 %, ce constat est uniquement lié aux pressions déflationnistes qui subsistent dans l'archipel nippon. Il illustre également parfaitement le problème auquel sont confrontées les banques centrales dès lors que le taux d'intérêt a atteint son niveau plancher. Mais, par construction, cet indicateur ne prend pas en compte l'ensemble des mesures quantitatives adoptées par la Banque du Japon. Or une augmentation de 5 000 milliards de yens d'achat d'actifs publics représente 1 point de PIB japonais contribuant ainsi à une stimulation supplémentaire de l'activité. En outre, au Japon l'orientation des politiques monétaire et budgétaire sera clairement expansionniste en 2012. L'impulsion budgétaire passerait en effet de -0,1 à +1,4 point de PIB et l'écart critique baisserait de 0,9 à -2,3 points grâce à une accélération de la croissance anticipée à 2,9 % en 2010 contre -0,4 % en 2011. La situation serait assez proche pour les États-Unis puisque politique monétaire et politique budgétaire seraient expansionnistes en 2012. En revanche, l'arrêt temporaire des mesures budgétaires de soutien à l'économie américaine avait entraîné une impulsion budgétaire de -1,0 point de PIB. Le nouveau plan de relance annoncé en septembre 2011 par Obama, accompagné des mesures supplémentaires de la Réserve fédérale, permet donc aux politiques économiques de doper la croissance aux États-Unis en 2012.

En Europe, le caractère expansionniste des politiques monétaires sera contrarié par des politiques budgétaires fortement restrictives en 2011 comme en 2012. Au Royaume-Uni, cette restriction serait comprise entre -1,9 et -2,0 points de PIB tandis que dans la zone euro, l'impulsion budgétaire passerait de -0,4 point de PIB en 2010 à -1 en 2012. Par ailleurs, il faut noter que relativement aux autres banques centrales, la politique monétaire menée par la BCE aura été globalement moins expansionniste, la seule exception étant celle de la Banque du Japon en 2011. Ce constat pourrait même être accentué si l'on tenait compte des mesures exceptionnelles adoptées par les différentes banques centrales. Ce point confirme à nouveau que la BCE dispose encore de marges manœuvre en matière de baisse des taux ou d'assouplissement quantitatif pour soutenir plus massivement la croissance et éviter ainsi l'enlisement de la zone euro dans la crise.

Ces écarts dans l'orientation du *policy-mix* entre l'Europe (zone euro et Royaume-Uni), les États-Unis et le Japon se reflèteraient dans les trajectoires de croissance. Bénéficiant d'un bon démarrage, la croissance dans la zone euro serait plus élevée en 2011 : 1,7 % contre 1,5 % aux États-Unis, 0,9 % au Royaume-Uni et

Graphique 17 : Policy-mix



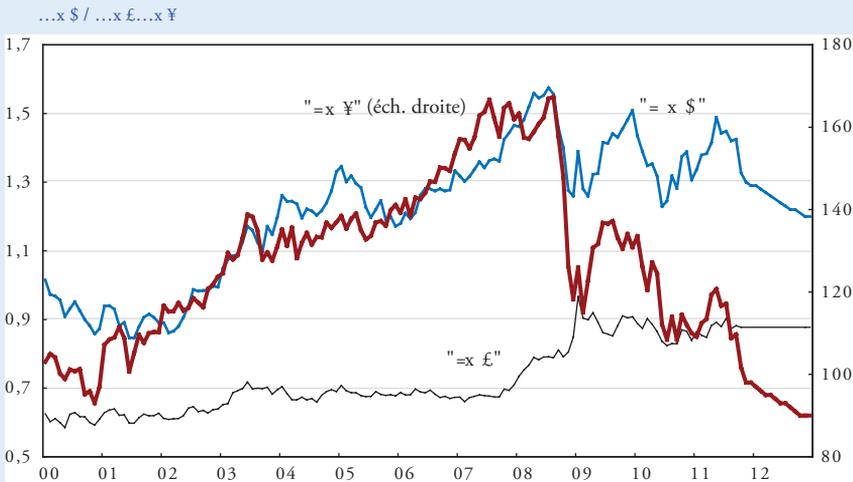
-0,4 % au Japon, en lien notamment avec le tsunami et la catastrophe de Fukushima. Mais pour l'année 2012, le caractère expansionniste des politiques budgétaires permettrait une accélération de la croissance de part et d'autre de l'océan Pacifique alors qu'un net ralentissement serait à l'œuvre au Royaume-Uni et dans la zone euro.

Le rôle des politiques monétaires dans l'évolution de la croissance paraît donc moins déterminant en 2011 et 2012 que celui des politiques budgétaires. Néanmoins, la coordination des politiques économiques est certainement la meilleure solution pour éviter une rechute de la croissance. De plus, le soutien apporté par la politique monétaire, à la fois en termes de taux d'intérêt mais également par les programmes d'achats de titres publics, est une condition *sine qua non* à une plus forte efficacité de la politique budgétaire. En effet, en maintenant des taux d'intérêt bas ou en faisant directement pression sur les taux publics à long terme, les banques centrales réduisent la charge d'intérêt de la dette. Or, la condition de soutenabilité des trajectoires de dette dépend crucialement de l'écart entre le taux de croissance du PIB et le taux d'intérêt. Par conséquent, politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles doivent être mobilisées pour éviter les effets de type « boule de neige ». Qu'elle soit explicite ou implicite, cette coordination est clairement mise en place aux États-Unis comme au Japon. Si le gouvernement britannique a fait le choix d'une forte restriction budgétaire il pourra cependant bénéficier des actions entreprises par la Banque d'Angleterre pour atténuer l'impact récessif des plans d'austérité. Comparativement à ses homologues,

la zone euro dispose de marges de manœuvre afin d'améliorer la coordination entre politiques monétaire et budgétaire. La BCE pourrait renforcer et élargir sa politique d'achat de titre pour faire pression à son tour sur les taux longs et réduire l'écart qui s'est créée avec les taux longs américains et britanniques.

Malgré le maintien d'un écart positif de taux, à court terme comme à long terme, entre la zone euro et les États-Unis, l'euro se déprécierait principalement en raison de la crise budgétaire et institutionnelle. Le temps des marchés est évidemment différent de celui des décisions politiques et les nombreuses tergiversations en matière de gouvernance maintiennent le doute sur un défaut souverain dans la zone euro. Comparativement à des États souverains, les gouvernements européens sont endettés dans une monnaie qu'ils n'émettent pas, ce qui explique les mouvements de défiance sur les dettes des États membres et créé un doute sur la stabilité de la zone. Malgré le plan annoncé en juillet 2011 prévoyant l'élargissement du FESF et un second plan d'aide à la Grèce, certaines personnalités ont multiplié les déclarations laissant entrouverte la porte d'un défaut. En outre, le versement de la dernière tranche du premier plan d'aide à la Grèce a été plusieurs fois retardé alimentant le mouvement spéculatif et le recul de l'euro. Si nous n'envisageons pas de défaut souverain dans notre scénario, nous supposons néanmoins que l'incertitude subsistera sur le règlement de la crise politique européenne. L'euro devrait poursuivre son mouvement de baisse pour atteindre 1,2 dollar en fin d'année 2012 (graphique 18). Le mouvement de dépréciation entre l'euro et le yen serait proche de celui de la parité euro/dollar alors que le taux de change vis-à-vis de la livre serait stable à l'horizon de la prévision.

Graphique 18 : Taux de change euro contre...



Source : Datastream.