

POLITIQUES MONÉTAIRES : EN ATTENDANT LA DEMANDE...

Département analyse et prévision¹

Les banques centrales sont toujours actives pour soutenir l'activité aux États-Unis comme en Europe. Les marges de manœuvre pour réduire les taux étant quasi-inexistantes, leur principal instrument consiste à multiplier les mesures non conventionnelles qui ont pour première conséquence d'accroître la taille du bilan. Pour autant, le contenu des mesures prises diffère d'une banque centrale à une autre. La Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale tentent principalement de réduire les taux à long terme pour améliorer les conditions de financement et stimuler l'investissement privé. Dans la zone euro, l'objectif est également de baisser les coûts du crédit, mais l'action porte principalement sur le secteur bancaire, principale source de financement des agents non financiers de la zone euro. Cependant, avec l'annonce du programme d'achats de titres publics sur le marché secondaire "OMT" (*Outright monetary transactions*) le 6 septembre 2012, la politique monétaire de la zone euro pourrait prendre un tournant, puisque la BCE n'a fixé aucune limite à ses interventions sur les marchés obligataires, mais a posé un critère de conditionnalité. Pour autant, malgré ces nouvelles mesures, la reprise est timide aux États-Unis et l'activité recule de nouveau dans la zone euro et au Royaume-Uni. D'une part, les économies développées, et notamment les États-Unis, ne sont probablement pas complètement sorties de la trappe à liquidité, ce qui limite alors l'efficacité de la politique monétaire. D'autre part, le stimulus apporté par la politique monétaire serait insuffisant pour compenser des politiques budgétaires de plus en plus restrictives, surtout dans la zone euro et au Royaume-Uni.

En 2012, les banques centrales ont poursuivi leurs actions non conventionnelles afin de soutenir l'économie. Dans les grandes économies anciennement industrialisées (États-Unis, Japon, zone

1. Ont participé à cette étude : Christophe Blot, Catherine Mathieu et Christine Riffart.

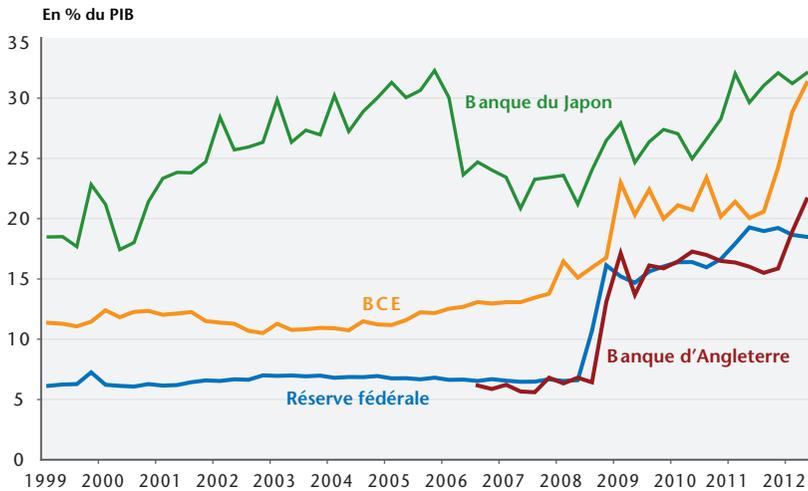
euro et Royaume-Uni), les taux d'intérêt sont restés à des niveaux historiquement faibles. La Banque centrale européenne (BCE) a même décidé d'une baisse supplémentaire de 0,25 point de son principal taux directeur en juillet 2012 pour le porter à 0,75 %. Aux États-Unis comme en Europe, les pertes de PIB par tête subies en 2008-2009, n'ont toujours pas été effacées et le chômage se maintient à un niveau élevé. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, les plans de consolidation budgétaire se sont amplifiés en 2011, ce qui a contribué au fort ralentissement de la demande observé au cours du second semestre 2011. Toujours contrainte par le niveau plancher des taux d'intérêt à court terme, l'action de la politique monétaire ne peut que s'appuyer sur le recours aux mesures non conventionnelles. Les tailles du bilan de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon ont continué de croître (graphique 1) sous l'effet des différentes mesures prises au cours des douze derniers mois. Même si les membres du Conseil des gouverneurs de la BCE réfutent toujours le terme de politique monétaire quantitative, il n'en demeure pas moins que c'est dans la zone euro que les interventions ont été les plus importantes ; le bilan de l'autorité monétaire représentant désormais plus de 30 % du PIB de la zone euro. L'augmentation de 10 points de PIB depuis la fin de l'année 2011 résulte des deux refinancements exceptionnels accordés pour une durée de trois ans. Ce faisant, la BCE a amplifié son action d'intermédiaire financier en intervenant même au-delà des échéances de court terme². Le Conseil de politique monétaire de la Banque d'Angleterre assume à l'inverse parfaitement sa politique d'assouplissement quantitatif qui a été de nouveau amplifiée par deux fois en février et en juillet 2012. Aux États-Unis, le bilan de la Banque centrale a cessé de croître. Mais la Réserve fédérale est restée active en indiquant qu'elle achèterait des titres du marché hypothécaire et en réitérant son engagement de maintenir son taux directeur au niveau plancher. Par ailleurs, la composition de son bilan devrait se modifier *via* un allongement de la maturité de son portefeuille d'actifs. Par ces mesures, la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre souhaitent faire pression à la baisse sur les conditions de financement à long terme et ainsi relayer plus effica-

2. Par convention, le court terme est associé aux financements n'excédant pas deux ans et qui sont obtenus sur le marché monétaire.

cement la transmission de la politique monétaire le long de la courbe des taux.

Jusqu'au 6 septembre 2012, les interventions de la BCE pour faire baisser les taux d'intérêt à long terme demeuraient modérées. Le programme d'achats de titres (SMP : *Securities market programme*) mis en place en mai 2010 était de trop faible ampleur pour peser durablement sur les taux. Avec son annonce du 6 septembre dernier, la BCE pourrait accroître son action au travers d'un nouveau programme (OMT, *Outright monetary transactions*) qui se substitue au SMP.

Graphique 1. Taille du bilan des banques centrales



Pour autant, malgré ces nouvelles mesures, la reprise est timide aux États-Unis et l'activité recule de nouveau dans la zone euro et au Royaume-Uni. Deux raisons sont susceptibles d'expliquer ce contraste entre l'activisme des banques centrales et la faiblesse de l'activité. D'une part, les politiques monétaires non conventionnelles auraient une efficacité limitée, soit parce que la baisse des taux d'intérêt à long terme est insuffisante, soit parce que les anticipations restent ancrées sur un risque déflationniste. D'autre part, le stimulus apporté par la politique monétaire serait insuffisant pour compenser les restrictions budgétaires. Pour les États-Unis, c'est sans doute la relative inefficacité de la politique monétaire non conventionnelle qui expliquerait la faiblesse de la reprise en

2011. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, le fort ralentissement de la demande depuis la fin de l'été 2011 coïncide avec des politiques budgétaires de plus en plus restrictives. Dans ces conditions, malgré l'action des banques centrales pour peser sur les conditions de financement, l'efficacité des mesures non conventionnelles bute sur la faiblesse de demande et la trappe à liquidité.

1. Le marché interbancaire toujours sous perfusion

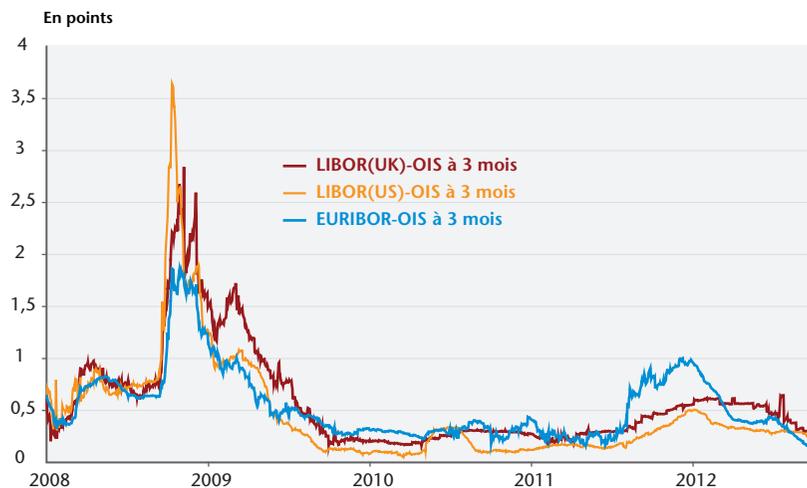
Le ralentissement de l'activité mondiale au second semestre 2011 et l'intensification de la crise des dettes souveraines ont fait ressurgir les tensions sur le marché interbancaire, particulièrement dans la zone euro³. Les doutes sur la solvabilité de certains États de la zone euro ont interagi avec ceux sur la solidité du système bancaire. En effet, la baisse du prix des obligations provoquait de nouvelles pertes, augmentant alors le risque d'un besoin d'intervention publique qui pesait en retour sur la soutenabilité de la dette publique. C'est en Italie et en Espagne que ces tensions ont été les plus vives, surtout que dans le même temps ces pays sont entrés dans une nouvelle phase récessive. Par ailleurs, les banques espagnoles devaient encore absorber les conséquences de l'effondrement du marché immobilier. Dans ces conditions, la liquidité s'est tarie car les institutions financières ayant un besoin de refinancement ne parvenaient plus à couvrir leurs besoins sur le marché interbancaire. L'incertitude accroît en effet les problèmes d'anti-sélection, ce qui entraîne une paralysie du marché interbancaire puisque les institutions financières disposant d'une capacité de financement ne parviennent plus à évaluer le risque de contrepartie. Les émissions obligataires des banques ont ainsi nettement chuté au cours du second semestre 2011. Le *spread Libor-OIS*, mesurant la prime de risque pour l'obtention de refinancements à court terme non sécurisés sur le marché interbancaire, a de nouveau fortement augmenté (graphique 2), atteignant un niveau historique qui n'avait été dépassé qu'après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Le mouvement de défiance a même touché les déposants des banques espagnoles, grecques, portugaises, irlan-

3. Voir BRI, 2011, « Euro area sovereign crisis drives global financial markets », *BIS Quarterly Review*, décembre.

daïses et italiennes qui ont fortement réduit leurs dépôts en fin d'année 2011.

Dans ce cas, seule la banque centrale peut à la fois satisfaire les besoins de liquidités et proposer en parallèle un placement sécurisé pour absorber le surplus de liquidités. La BCE a donc réagi : d'abord en revenant sur les deux hausses de taux qu'elle avait décidées en avril et juillet 2011 ; puis, en lançant une nouvelle vague de mesures exceptionnelles afin d'améliorer les conditions de financement des banques de la zone euro. Le 6 novembre 2011, le Conseil des Gouverneurs décidait d'un second plan d'achats d'obligations sécurisées d'un montant de 40 milliards d'euros. Le 21 décembre 2011 et le 29 mars 2012, deux opérations exceptionnelles de refinancement d'une durée de 3 ans à taux fixe étaient proposées. Toutes les demandes ayant été servies, la BCE a ainsi injecté près de 1 000 milliards de liquidités dont ont notamment tiré profit les banques espagnoles et italiennes pour couvrir leurs besoins de financement sur les trois années à venir.

Graphique 2. Tensions sur les marchés interbancaires



Note : Écart entre le Libor (ou Euribor) et l'OIS à 3 mois.

Source : Datastream.

De la même façon que les mesures adoptées après la faillite de Lehman Brothers avaient contribué à réduire les taux interbancaires⁴, les apports de liquidité réalisés par la BCE en décembre et en février se sont avérés efficaces puisque le *spread* entre l'Euribor et

L'OIS a reculé de près de 0,7 point entre novembre 2011 et juin 2012. L'effet positif a même traversé les frontières de la zone euro et s'est accompagné d'une détente au Royaume-Uni et aux États-Unis. L'interdépendance des grandes banques internationales faisaient en effet également peser un risque sur les systèmes bancaires outre-Manche et outre-Atlantique.

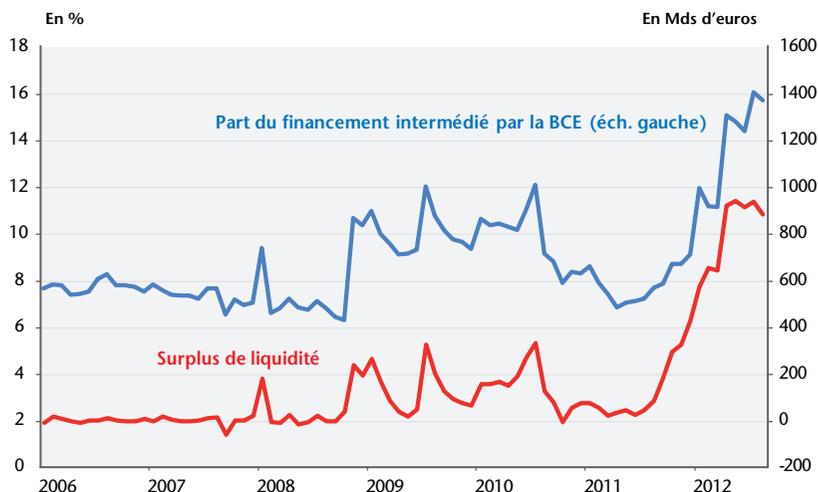
Bien que cette action fut essentielle – pour préserver la liquidité et la solvabilité du système bancaire de la zone euro – et indispensable étant donné le rôle du secteur bancaire pour le financement de l'activité économique, la situation n'est pas redevenue normale. Le mouvement de fuite des dépôts se poursuit. Au 31 juillet 2012, une évaluation⁵ soulignait que plus de 360 milliards d'euros de dépôts avaient été transférés de l'Espagne, l'Italie, la Grèce et le Portugal vers d'autres pays de la zone euro et notamment la France et l'Allemagne au cours des douze mois précédents. Par ailleurs, les banques de la zone euro sont toujours sous la perfusion de la Banque centrale qui s'est substituée au marché interbancaire en jouant le rôle d'intermédiaire financier pour les établissements de crédit de la zone euro. Avant l'éclatement de la crise en 2007, le marché interbancaire couvrait quasiment l'intégralité des besoins de financement des banques. Les apports de liquidité de la BCE étaient marginaux et permettaient essentiellement de couvrir les besoins liés aux réserves obligatoires et aux facteurs autonomes⁶. Depuis 2008, l'intermédiation financière de la BCE est croissante et, avec les deux dernières opérations exceptionnelles de refinancement à trois ans, la part des refinancements octroyés par la BCE représente 16 % de l'ensemble des refinancements de court terme obtenus par les banques contre 8 % avant la crise (graphique 3). La BCE répond ainsi favorablement à l'ensemble des demandes de liquidités qui lui sont adressées. Les besoins (liés aux réserves obligatoires et aux facteurs autonomes) des institutions monétaires et financières de la zone euro sont même plus que satisfaits puisqu'il en résulte un surplus de liquidité dont la contrepartie se retrouve

4. Voir Abassi & Linzert, 2011, « The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis », *ECB Working Paper* n° 1328.

5. Voir « *La fuite des dépôts bancaires s'est accélérée en Espagne, au Portugal, en Irlande et en Grèce* ».

6. Les facteurs autonomes correspondent aux postes du bilan de la BCE qui échappent au contrôle de la banque centrale. Il s'agit principalement des billets et des dépôts effectués par les gouvernements.

Graphique 3. Intermédiation financière de la BCE et surplus de liquidité*



* Le surplus de liquidité correspond à l'écart entre les refinancements accordés par la BCE dans le cadre de ces opérations de politique monétaire (principalement MRO – *main refinancing operations* – et LTRO – *long term refinancing operations* –) et la somme des réserves obligatoires et des facteurs autonomes.

Source : BCE.

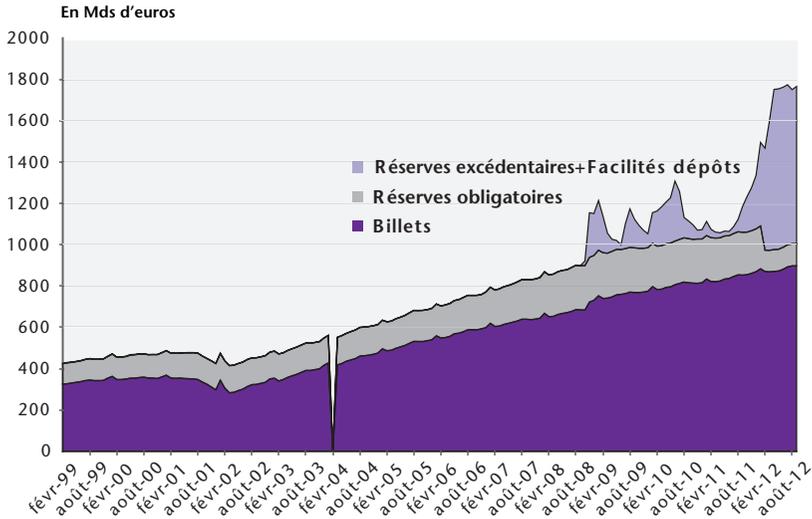
au passif de la BCE sous forme de facilités de dépôts ou de réserves excédentaires⁷. Ceci se reflète donc dans l'augmentation de la taille du bilan et de la base monétaire (graphique 4a). Par ailleurs, les différentes opérations menées par la BCE ont également conduit à une activité croissante de transformation de maturité puisque la BCE collecte des ressources à court terme (*via* les facilités de dépôts qui sont reconduites quotidiennement et les réserves obligatoires qui doivent être couvertes sur une période de quatre semaines) et octroie en contrepartie des refinancements pour des durées de plus en plus longue. Le montant total des refinancements octroyés dans le cadre des opérations usuelles de politique monétaire (c'est-à-dire hors programmes CBPP⁸ et SMP) dépasse 1 200 milliards d'euros dont 1 000 milliards sont liés aux deux opérations exceptionnelles de refinancement d'une maturité de trois ans. Enfin, cette intermédiation croissante se traduit également par une activité de transformation de liquidité. L'élargissement de la gamme des collatéraux acceptés par la BCE dans le cadre des opérations de politique

7. Avec la dernière baisse de taux de juillet 2012, le taux sur les facilités de dépôt est tombé à 0 %. Les banques sont alors indifférentes entre la détention de réserves excédentaires non rémunérées et un dépôt placé auprès de la BCE. Les facilités de dépôts sont donc retombées à 0.

8. *Covered Bonds Purchase Programme*.

monétaire conduit de fait les banques à engager leurs actifs les moins liquides en garantie du refinancement offert par la BCE.

Graphique 4a. Base monétaire dans la zone euro

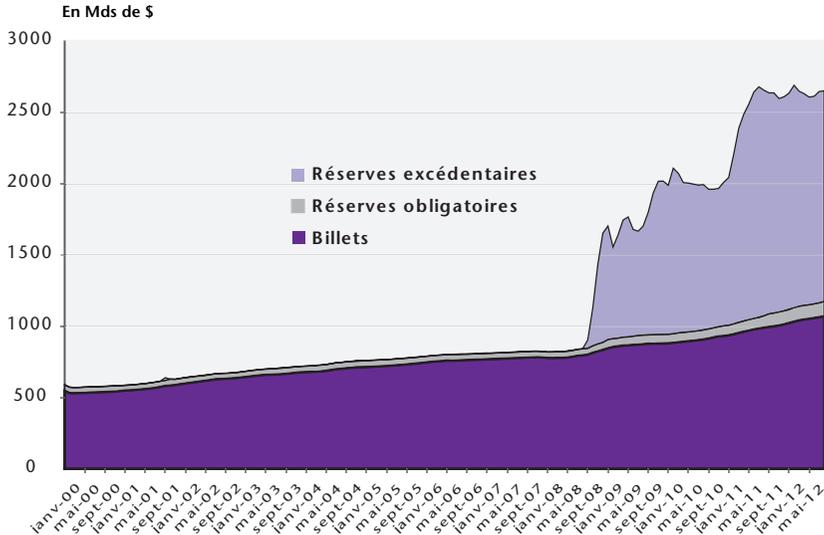


Note : Les données sont manquantes pour le mois de février 2004. La rupture de l'année 2002 s'explique par la mise en circulation des pièces et des billets dans la zone euro.

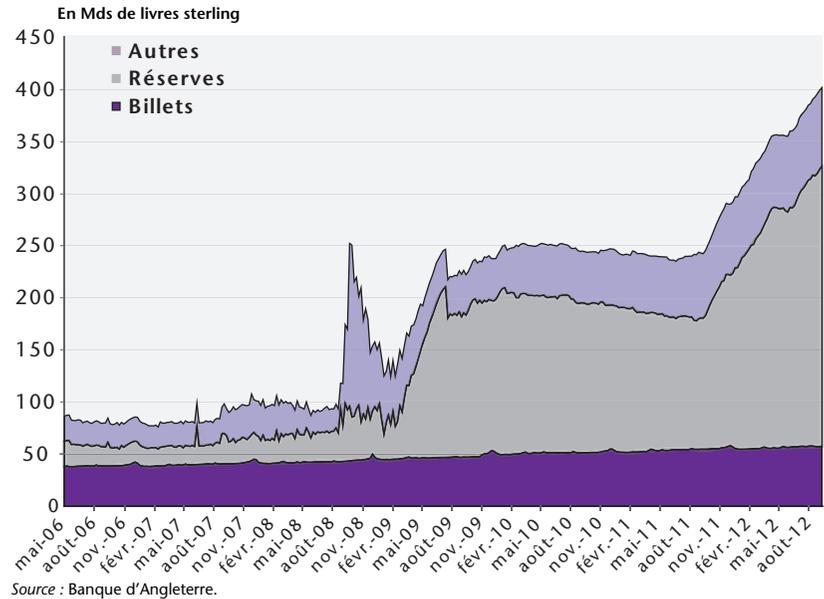
Source : BCE.

Au Royaume-Uni, le Comité de politique monétaire (CPM) de la Banque d'Angleterre a maintenu le taux directeur inchangé à 0,5 % depuis mars 2009, en dépit du non respect de la cible d'inflation (2 % dans une fourchette de +/- 1 % pour l'IPCH). L'inflation avait en effet atteint 5,2 % en septembre 2011, principalement sous l'effet de hausses successives du taux normal de TVA (passant de 17,5 % en décembre 2009 à 22,5 % en janvier 2011) et de la hausse des prix du pétrole. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a, conformément à son mandat, expliqué par lettres ouvertes au chancelier de l'Échiquier, que les raisons pour lesquelles l'inflation dépassait la cible de la politique monétaire étaient temporaires et ne justifiaient pas de durcissement de la politique monétaire étant donné les capacités de production excédentaires et les perspectives d'une faible demande. De fait, l'inflation n'était plus que de 2,4 % en juin 2012. Ne pouvant plus guère abaisser le taux directeur, le CPM a mis en place à partir de mars 2009 un programme d'achats de titres obligataires, initialement de 75 milliards de livres sterling et en a augmenté le montant à plusieurs reprises, pour le porter à 375 milliards en juillet 2012.

Graphique 4b. Base monétaire aux États-Unis



Graphique 4c. Base monétaire au Royaume-Uni



Si les tensions n'ont pas été aussi fortes au Royaume-Uni et aux États-Unis, néanmoins les différentes mesures non conventionnelles se sont également traduites par une forte augmentation de la taille du bilan et de la base monétaire qui révèle aussi la dépen-

dance des institutions financières à l'égard des banques centrales ainsi que leurs réticences à placer leurs excès de liquidités auprès des agents non financiers. La décomposition de l'évolution de la base monétaire montre que l'augmentation de l'actif du bilan de la Réserve fédérale comme celui de la Banque d'Angleterre ont eu pour contrepartie une augmentation des réserves excédentaires (graphique 4b et 4c).

2. Les programmes d'achat de titres publics font-ils baisser les taux publics ?

Jusqu'à une période récente, les opérations de la BCE ont principalement porté sur le soutien au système bancaire. L'annonce d'un plan d'achats de titres publics sur le marché secondaire (encadré) en septembre 2012 pourrait se traduire par un accroissement du champ d'action de la politique monétaire dans la zone euro. Ce faisant, la BCE espère améliorer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire en réduisant de façon ciblée les taux d'intérêt publics des pays jugés risqués par les marchés. La problématique dans la zone euro est spécifique, du fait de l'absence d'un prêteur en dernier ressort, qui a conduit les marchés à craindre le risque de défaut de certains États de la zone euro. Ainsi, les taux à 10 ans sur les titres publics dans les pays jugés sans risque de défaut ont-ils baissé depuis le début de la crise : que ce soit à l'intérieur de la zone euro (Allemagne, France, Finlande, Autriche, Pays-Bas) ou à l'extérieur (Japon, États-Unis, Royaume-Uni). Malgré ces divergences entre la situation de la zone euro et celle des États-Unis et du Royaume-Uni, un retour sur les expériences de la Réserve fédérale et de la Banque d'Angleterre peut nous éclairer au moins partiellement sur les effets à attendre de programmes d'achats d'actifs.

Au Royaume-Uni, malgré l'ampleur des mesures de politique monétaire, le crédit aux ménages et aux entreprises n'a pas redémarré. La Banque d'Angleterre et le gouvernement ont adopté en juillet 2012 un nouveau dispositif d'incitation au crédit, le *Funding for Lending Scheme* (FLS), entré en vigueur au 1^{er} août. Le constat de départ est une hausse du coût marginal de financement des banques britanniques (défini comme la somme du LIBOR à trois mois et de la moyenne des primes sur les CDS à cinq ans), de l'ordre de 1 point entre août 2011 et juin 2012, qui aurait été réper-

cutée à hauteur de 0,6 point sur les taux moyens des nouveaux crédits aux ménages et aux entreprises. Dans le cadre du FLS, la Banque d'Angleterre propose, pour une période de dix-huit mois, allant jusqu'en janvier 2014, des prêts à taux quasiment nuls aux banques qui augmentent leurs encours de crédits. Les banques pourront emprunter jusqu'à 5 % de leur actif courant, auquel s'ajoutera l'augmentation de leurs encours de crédits à l'économie britannique d'ici la fin 2013. Le taux sera de 0,25 % pour les banques qui augmentent leurs encours de crédits, et augmentera de 0,25 point pour chaque baisse d'1 % de l'encours de crédit.

Encadré 1. L'OMT : un nouveau plan d'achats de titres de la BCE

En mai 2010, la crise grecque avait conduit la BCE à intervenir sur les marchés secondaires afin d'enrayer la hausse des primes de risque. Entre mai 2010 et mars 2012, la BCE a acheté près de 220 milliards d'euros d'obligations grecques, irlandaises, portugaises, italiennes et espagnoles dans le cadre du Programme pour les marchés de titres (SMP, *Securities Market Programme*). En août 2012, Mario Draghi avait annoncé de nouvelles mesures dont les détails ont été communiqués le 6 septembre. Ainsi, la BCE se dote d'un nouveau dispositif, l'OMT (*Outright monetary transactions*), se substituant au SMP, qui lui permettra d'acheter, sur le marché secondaire, des titres publics, principalement d'une durée d'1 à 3 ans. La BCE ajoute une conditionnalité puisque ne sont éligibles à l'OMT que les titres émis par des pays relevant d'un programme d'aide du FESF/MES. Il est aussi précisé que la participation du FMI devra être recherchée. La BCE n'interviendra que si les engagements qui sont pris consécutivement à l'aide accordée dans le cadre du FESF/MES sont respectés. Elle indique par ailleurs que ces opérations devraient être stérilisées de façon à neutraliser les effets des achats sur la base monétaire. Dans le cadre du SMP, la BCE avait absorbé les liquidités résultant des achats de titres en collectant des dépôts à terme. Par ce biais, l'opération ne conduit pas à une hausse de la base monétaire même si elle entraîne une augmentation de la taille du bilan. Les achats réalisés dans le cadre de l'OMT devraient prioritairement se concentrer sur les titres d'une maturité comprise entre un et trois ans. La BCE précise par ailleurs qu'elle ne fixe aucune limite à ses interventions. Enfin, la BCE renonce à son statut de créancier prioritaire, ce qui réduira le risque subi par les autres porteurs de titres. En effet, par cette disposition tous les titres détenus par les investisseurs autres que la BCE devenaient automatiquement plus risqués en cas de défaut de l'émetteur⁹.

9. Voir J. Creel et X. Timbeau, 2012, « [Amis des acronymes, voici l'OMT](#) », blog de l'OFCE.

L'objectif est d'inciter les banques à prêter davantage aux entreprises et aux ménages britanniques, mais il sera difficile d'en mesurer l'impact. La Banque d'Angleterre attend de cette mesure une baisse du coût du crédit comprise entre 1 et 2 points, mais elle note elle-même que le coût du crédit n'est qu'un des facteurs qui déterminent la demande de crédit. La question de l'efficacité de la politique monétaire lorsque les taux sont déjà proches de zéro se pose clairement au Royaume-Uni. Après la baisse du taux directeur à 0,5 %, la mise en place de programmes d'achats de titres de grande ampleur, les Britanniques essaient un nouvel outil pour inciter les banques à prêter, encore faut-il que la demande reparte.

En novembre 2008, la Réserve fédérale annonçait un programme d'achat jusqu'à 100 milliards de dollars de titres de dette des *Government Sponsored Enterprises* (GSE)¹⁰ et jusqu'à 500 milliards de MBS (*Mortgage backed securities*) détenus par les GSE au long du premier semestre 2009. L'objectif de ce premier programme d'achat à grande échelle de titres (*Quantitative Easing – QE*) était d'augmenter l'offre et réduire le coût du crédit pour l'achat de logement. Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) du 17 mars 2009 a porté le montant des achats de MBS émis par les agences à 1 250 milliards de dollars et à 200 milliards de dollars les achats de titres de dettes d'agences (ce montant sera ramené à 175 milliards en novembre du fait de la disponibilité limitée de MBS) et étend la mesure jusqu'à décembre 2009 (décalée à mars 2010 selon le FOMC du 22 septembre). Lors de cette réunion du 17 mars 2009, un programme d'achat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor à l'horizon d'octobre 2009 fut également lancé QE1.

En août 2010, le FOMC a annoncé un nouveau programme d'achat de titres longs du Trésor par la Réserve fédérale, à bilan inchangé. En réinvestissement le produit du remboursement du principal des titres et des dettes d'agences en achat d'obligations à long terme du Trésor, la Réserve fédérale poursuivait son objectif d'améliorer les conditions des marchés du crédit tout en maintenant constante la valeur faciale du bilan autour de 2 000 milliards de dollars. En plus de cette stratégie de réinvestissement sur les

10. Sont entendues ici les agences Fannie Mae et Freddie Mac dont la mission est de permettre le refinancement hypothécaire. Ces agences ont été mises sous la tutelle de l'État via le *Federal Housing Finance Agency*, en septembre 2008.

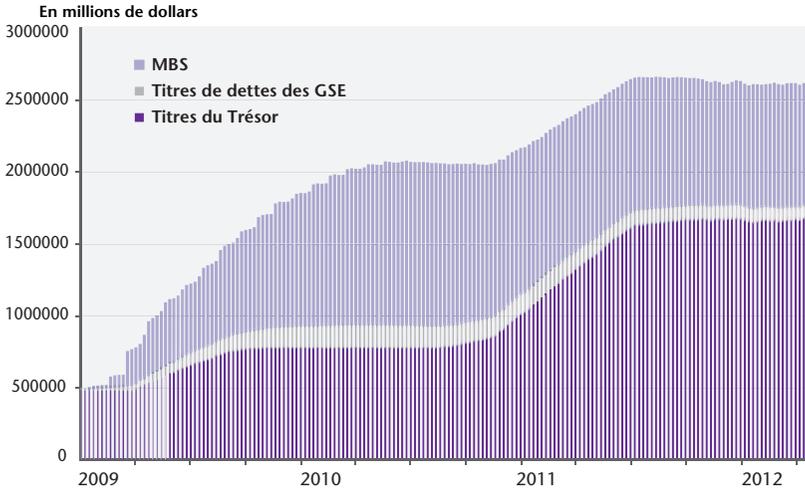
titres publics, la Réserve fédérale a entamé en novembre 2010 un nouveau programme d'achat d'obligations à long terme du Trésor de 600 milliards de dollars d'ici juin 2011 (QE 2). L'objectif du bilan passe alors à 2 600 milliards de dollars.

Une nouvelle stratégie fut engagée lors du FOMC de septembre 2011, avec la décision d'étendre la durée moyenne des titres du Trésor détenus par la Réserve fédérale en achetant des titres d'une maturité restante comprise entre 6 et 30 ans mois par le produit de la vente de titres d'une maturité restante inférieure à 3 ans (*Opération Twist*). L'opération portait sur 400 milliards de dollars et se faisait à bilan inchangé. Elle visait à allonger de 2,1 ans la maturité moyenne des titres du Trésor détenus par la Réserve fédérale pour la porter à 8,3 ans, d'ici juin 2012. Lors de la réunion du FOMC de juin 2012, la mesure est prolongée à décembre 2012 et porte sur 267 milliards de dollars. Cette *Opération Twist* reprenait ce qui avait déjà été implanté dans les années 1960, pour faire pression sur la courbe des taux.

Simultanément, le produit du remboursement du principal des MBS et des dettes d'agences est désormais affecté à l'achat de titres adossés à des créances hypothécaires et non plus à des titres du Trésor à long terme. Cette dernière option a été confirmée lors de la réunion du FOMC de 19 juin 2012. Le 13 septembre 2012, des achats supplémentaires de MBS sont prévus pour un montant de 40 milliards de dollars par mois, ce qui porte au final et jusqu'à la fin de l'année 2012, le montant d'achat de titres longs par la Réserve fédérale à 85 milliards (QE 3). La durée d'application de ce programme n'a pas été annoncée. La Réserve fédérale a précisé qu'elle continuera ses achats de MBS, augmentera ses achats d'autres actifs et recourra à d'autres instruments tant que les perspectives sur le marché du travail ne s'amélioreront pas sensiblement et que l'inflation restera stable.

Ces mesures non conventionnelles menées par la Réserve fédérale interviennent dans le cadre de la politique monétaire et ont les mêmes buts qu'une baisse du taux des *Fed Funds* : assouplir les conditions financières sur le marché du crédit afin de stimuler l'emploi et stabiliser les prix. Mais pour cela, encore faut-il que les mécanismes de transmission fonctionnent bien. On peut distinguer trois canaux par lesquels ces achats massifs de titres publics par la Banque centrale vont affecter les taux d'intérêt à long terme.

Graphique 5. Titres publics et quasi publics détenus par la Réserve fédérale



Source : Réserve fédérale.

Tout d'abord, en annonçant un programme d'achat de grande ampleur, la Banque centrale envoie le signal au marché interbancaire qu'elle cherche à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et poursuit une politique monétaire nettement accommodante. Ceci est d'ailleurs confirmé par l'annonce de maintenir le taux des *Fed Funds* à son niveau exceptionnellement bas probablement au moins jusqu'à la mi 2015. Par cette annonce, elle permet aux intervenants d'ancrer leurs anticipations sur les taux courts futurs et donc de réduire les taux à long terme. Le deuxième canal passe par les marchés qui sont directement ciblés par les mesures. En achetant des titres de dette et des MBS des agences Freddie Mac et Fannie Mae, la Réserve fédérale rassure les marchés puisqu'elle accepte de mettre à son actif des titres jugés encore à risque par les investisseurs. Ce faisant, elle réduit les primes de risques exigées sur le marché du crédit hypothécaire. Enfin, en achetant une grande quantité du stock de titres disponibles sur le marché, la Banque centrale pousse les prix à la hausse et donc réduit les rendements. En sélectionnant certains titres (par leur maturité ou garanties) et en modifiant les rendements, la Banque pousse les investisseurs à modifier leur portefeuille et donc à infléchir la courbe des taux sur les titres publics plus longs ou bien les titres privés.

Entre la fin 2008 et aujourd'hui, le bilan de la Réserve fédérale s'est accru d'environ 12 points de PIB (2 100 milliards de dollars). Le montant des titres du Trésor au bilan de la Fed a augmenté de 1 200 milliards de dollars sur la période. Il représentait 7,9 % de l'encours total de la dette obligataire du Trésor au début 2009 avant la mise en place du QE 1, et atteint 15 % en septembre 2012 (17 % un an plus tôt). Simultanément, la Réserve fédérale a acheté 1 300 milliards de MBS et titres de dettes d'agences en 2009 et au premier semestre 2010. La réorientation de ces actifs vers l'achat de titres du Trésor à partir de là a réduit progressivement les avoirs d'environ 350 milliards de dollars. Depuis décembre 2011, ils restent à peu près stables.

Plusieurs études ont analysé l'impact de ces programmes d'achat de titres à grande échelle sur les taux publics. Les résultats obtenus dans l'étude de Modigliani et Sutch (1966-1967)¹¹ sur l'opération *twist* des années 1960 concluent à un impact nul sur les taux d'intérêt publics à 10 ans. À l'inverse, D'Amico et King¹² arrivent à des résultats très élevés mais ayant une forte marge d'incertitude. Les études plus récentes indiquent qu'un achat de 600 milliards de dollars auraient permis de faire baisser les taux d'intérêt à 10 ans entre 0,15 et 0,30 point (tableau 1). Rapporté au montant effectif de 1 200 milliards de dollars d'achat de titres du Trésor par la Fed, l'impact sur le taux long serait donc compris entre 0,3 et 0,6 point. Ceci serait équivalent à une baisse comprise entre 1,5 % et 2 % du taux des fonds fédéraux¹³ sur les taux publics à 10 ans.

Plus récemment, la BRI a estimé, sur la période janvier 1990-juin 2011, les effets d'un changement dans la composition du portefeuille de titres publics détenus par la Réserve fédérale. L'allongement d'1 mois de la maturité moyenne des titres du Trésor baisserait de 0,034 point les taux publics à 10 ans, toutes choses égales par ailleurs. En appliquant de façon linéaire ce

11. Modigliani, Franco et Richard Sutch, 1967, "Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience." *Journal of Political Economy* 75(4 août), pp. 569-589. <http://www.jstor.org/stable/1832167>.

12. D'Amico, Stefania, and Thomas King, 2010, "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases", *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series* 2010-52. <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201052/201052abs.html>

13. John C. Williams (2011, voir tableau 1) nous dit qu'une baisse de 15 points de base de taux long résulte d'une baisse de 0,75 % du taux des fonds fédéraux.

résultat à l'objectif fixé par la Réserve fédérale d'un allongement de vingt-cinq mois de la maturité moyenne (opération *twist*), l'impact final de cette mesure serait une baisse des taux longs de 0,85 point. De même, selon la BRI, une hausse d'1 % de la part des titres publics détenus par la Réserve fédérale dans l'encours de dette du Trésor entraînerait par une baisse de 0,20 point des taux publics ayant une maturité restante de 10 ans. En l'absence de programmes QE1 et QE2 et de l'opération *twist*, les taux d'intérêt à long terme auraient été supérieurs de 1,8 point à ce qu'ils sont actuellement. Cependant, si l'on considère que ces baisses de taux ont facilité le financement du déficit public et stimulé l'émission de titres à long terme par le Trésor, la baisse des taux d'intérêt a été atténuée par cette offre supplémentaire qui est venue contrer une partie des effets positifs de la politique monétaire. En l'absence d'extension de la maturité de la dette publique, les taux à 10 ans auraient été inférieurs de 0,8 point à ce qu'ils étaient en juin 2011.

Tableau 1. Impact des programmes d'achats de titres publics sur les taux publics à long terme

Etudes	Echantillon	Effets estimés sur programme de 600 milliards d'achats de titres publics*
Modigliani et Sutch (1966-1967)	Opération Twist	0 pb (+/- 20 pb)
Greenwood et Vayanos	États-Unis d'Après guerre	14 pb (+/- 7pb)
Krishnamurthy, Vissing et Jorgensen (2010,2011)	États-Unis d'Après guerre, QE1 et QE2	15 pb (+/- 5 pb)
Gagnon, Raskin, Remache et Sachs (2011)	QE1	30 pb (15 pb) 18 pb (+/- 7 pb)
D'Amico et King (2010)	QE1 (achats de titres du Trésor)	100 pb (+/- 80 pb)
Hamilton et Wu (2011)	QE 2	17 pb
Hancock et Passmore (2011)	QE1 (Achat de MBS)	30 pb
Swanson (2011)	Opération Twist	15 pb (10 pb)

* Pour faciliter la comparaison de résultats, les effets estimés ont été transposés au cas d'un achat de 600 milliards de dollars en titres du Trésor américain, soit le volume du QE 2 lancé en novembre 2010.

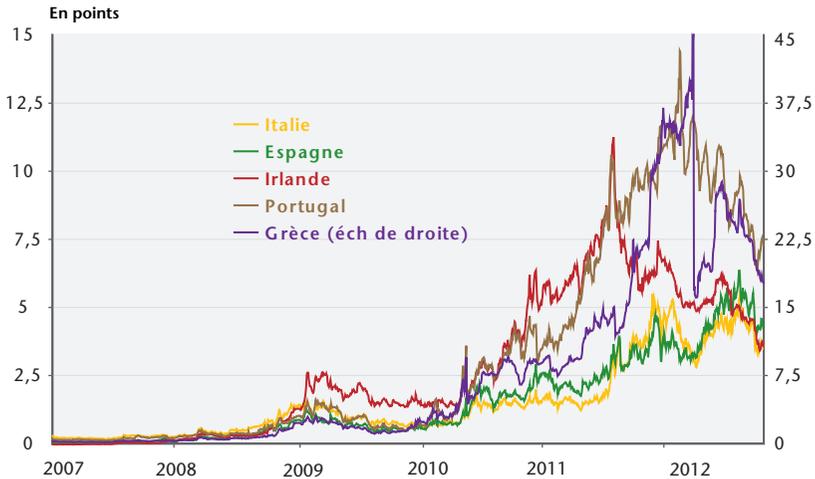
Source : John C. Williams: Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years, *FRBSF Economic Letter*, 3 octobre 2011.

Comparativement aux opérations menées par la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre, il y a peu d'éléments empiriques sur les effets des achats de titres de la BCE. Szczerbowicz (2012)¹⁴

14. Voir : « De la pertinence du rachat de titres souverains par la Banque centrale européenne », *Blog du CEPII*.

suggère que l'impact à court terme aurait été compris entre 0,25 point en Italie et 3,76 points en Grèce. Néanmoins, les achats de titres réalisés par la BCE s'inscrivent dans un contexte différent car marqué par la crise des dettes souveraines. Ainsi, l'objectif n'était donc pas de faire baisser les taux longs sur l'ensemble de la zone euro mais seulement de réduire les primes de risque observées sur les taux des pays frappés par la crise (graphique 6) dans la mesure où elles réduisaient l'efficacité de la transmission de la politique monétaire. Ainsi, un membre du Conseil des gouverneurs de la BCE¹⁵ justifiait le recours au SMP par la dégradation de la qualité des signaux envoyés sur certains marchés obligataires. En effet, ces taux obligataires étaient déconnectés de ceux observés dans le reste de la zone euro en raison des craintes d'un défaut ou d'une sortie de la zone euro.

Graphique 6. Primes de risque sur les taux obligataires publics*



* La prime de risque est mesurée par l'écart entre le taux public à 10 ans du pays et le taux équivalent pour l'Allemagne.

Source : Datastream.

De fait, les taux sont restés élevés traduisant soit un manque d'efficacité de la politique monétaire soit l'insuffisance des montants acquis par la BCE dans le cadre du SMP, qui ont été bien inférieurs à ceux effectués par la Réserve fédérale ou la Banque

15. Voir l'intervention d'octobre 2011 à Malaga de José Manuel Gonzalès-Paramo : http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp111021_1.en.html.

d'Angleterre. Ainsi, au 31 décembre 2011, la BoE détenait 300 milliards de livres de dette publique émise par le gouvernement britannique, soit 23 % de la dette totale. Aux États-Unis, les montants détenus par la Réserve fédérale atteignaient 11 %. Quant à la BCE, les 220 milliards d'euros du programme SMP n'ont pas représenté plus de 2,7 % de la dette publique totale émise dans la zone euro. Si l'on ne retient que la dette émise par les pays ciblés par le SMP, ce pourcentage atteint 6,6 %. Il faut néanmoins préciser que les opérations exceptionnelles de refinancement de la BCE ont eu un effet indirect sur les taux longs publics puisqu'elles ont conduit les banques de la zone euro, notamment italiennes et espagnoles, à accroître leur portefeuille de titres souverains.

On peut alors se demander si l'OMT sera plus efficace que son prédécesseur. Premièrement, il s'inscrit dans une démarche identique à celle du SMP puisque la BCE se défend de mener une politique quantitative mais entend toujours restaurer une transmission efficace de la politique monétaire. Au 1^{er} octobre 2012, aucune intervention n'a été réalisée. La BCE n'ayant fixé aucune limite à ses interventions, l'impact dépendra donc des achats qui seront effectivement réalisés par la BCE. L'efficacité du plan dépendra également des anticipations de marché. Si les marchés considèrent que la probabilité d'une sortie de la zone euro est nulle, alors les primes de risque baisseront significativement. À cet égard, l'annonce de l'OMT ne peut être dissociée des autres avancées réalisées sur la gouvernance européenne. En adoptant le TSCG, les États membres peuvent espérer crédibiliser leurs efforts de consolidation budgétaire. D'autre part, la mise sur pied du MES renforce et pérennise la solidarité financière au sein de la zone euro, renforçant l'intégration. Si ces différents éléments parviennent à convaincre les marchés, l'effet de l'OMT pourrait être supérieur à celui du SMP.

3. Crédits et demande

Malgré l'action des banques centrales pour relancer l'activité et/ou améliorer l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, force est de constater que l'activité peine à repartir aux États-Unis et qu'elle recule de nouveau dans la zone euro et au Royaume-Uni. Au deuxième trimestre 2012, le taux de chômage aux États-

Unis était encore de 8,2 %, supérieur de plus de 3 points à ce qu'il était en fin d'année 2007. Au Royaume-Uni, il était de 8 %, soit 2,8 points au-dessus de son niveau d'avant-crise. Quant à la zone euro, avec un taux de chômage de 11,4 % en août 2012, on atteint désormais un record historique sur les trente dernières années. Ces médiocres performances macroéconomiques s'expliquent-elles par la faiblesse des effets des mesures non conventionnelles sur les taux d'intérêt évoquées précédemment ? Des analyses contrefactuelles conduisent à tempérer ce jugement. En effet, partant de l'estimation d'un modèle VAR (*Vector Autoregressive*) pour la zone euro, Giannone, Lenza et Reichlin (2012)¹⁶ suggèrent que le taux de chômage de la zone euro aurait été supérieur de 0,6 point si la BCE n'avait pas adopté des mesures non conventionnelles. Chung *et al.* (2011) suggèrent, à partir de simulations réalisées avec le modèle FRB/US de la Réserve fédérale, que l'effet maximum des achats de titres sur le taux de chômage atteindrait 1,5 point.

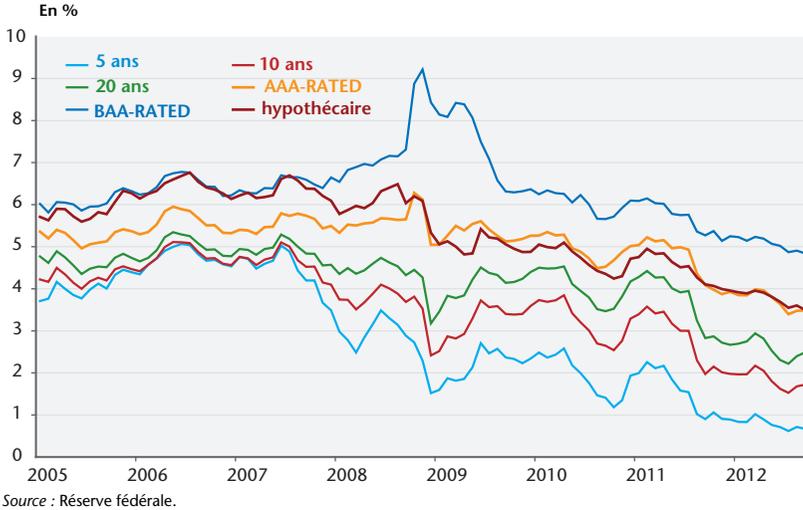
La faiblesse de l'activité traduit alors sans doute l'impact récessif joué par d'autres facteurs. En premier lieu, les mesures de consolidation budgétaire pèsent sur la demande et freinent la reprise. Pour l'année 2012, les impulsions budgétaires sont respectivement de -0,9 point de PIB pour les États-Unis, -1,7 point pour la zone euro et -1,8 point pour le Royaume-Uni. Ainsi, globalement, les décisions de politique monétaire pourraient avoir été effectivement répercutées sur les conditions de financement mais ne pas avoir permis de stimuler la demande de financement du fait des autres freins, liés à la politique budgétaire, qui pesaient sur l'activité. Néanmoins, les conclusions de Giannone, Lenza et Reichlin (2012) ou de Chung *et al.* (2011) sont fragiles et l'absence de reprise refléterait alors une situation de trappe à liquidité.

Ainsi, aux États-Unis, les taux d'intérêt à long terme ont fortement baissé depuis un an. Entre juin 2011 et juillet 2012, les taux publics à 5 ans ont reculé de 0,9 % et les taux à 20 et 30 ans, de 1,7 % (graphique 7). Depuis août 2012, les taux ont légèrement remonté, et ce d'autant que leur maturité est longue. Mais cela n'a pas eu d'effet sur la rémunération des titres privés. Ce mouvement récent ne s'est pas reflété dans les taux hypothécaires qui poursuivent leur baisse. Le rachat de MBS par la Réserve fédérale depuis

16. Voir : « The ECB and the interbank market », *CEPR Discussion Paper* n°8844.

juin 2011 et amplifié depuis septembre dernier s'est donc bien accompagné de la baisse des taux hypothécaires en septembre et a probablement empêché le mouvement de hausse que l'on a observé sur les titres longs publics.

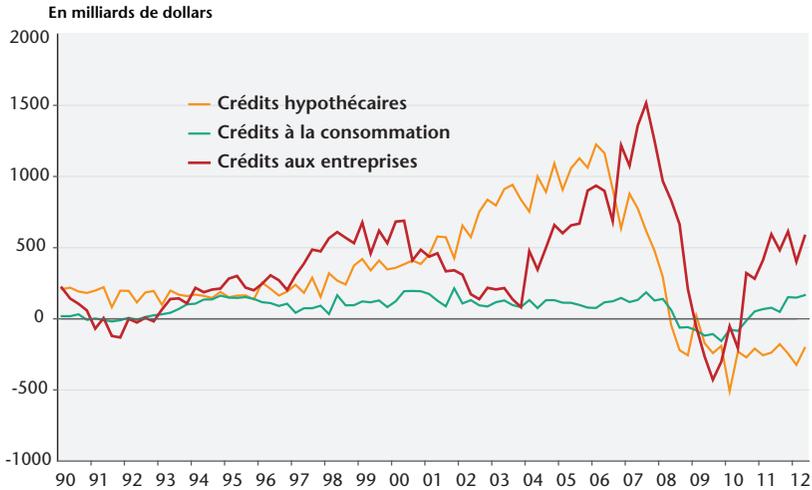
Graphique 7. Taux sur les obligations publiques et privées aux États-Unis



Les conditions de financement du secteur non financier sont de plus en plus favorables mais ne suffisent pas à consolider la croissance de la demande qui reste fragile. Malgré les efforts de la Banque centrale pour stimuler l'économie et réduire le chômage, les nouveaux crédits au secteur privé restent faibles. Les crédits à la consommation, nets des remboursements, ont repris depuis presque deux ans mais les ménages poursuivent leur effort de désendettement hypothécaire. Malgré le repli de 20 % du taux d'endettement hypothécaire, la dette brute des ménages représente encore 50 % de la valeur de leur patrimoine immobilier, pour une tendance de long terme légèrement supérieure à 35 %. Le marché de l'immobilier a cessé de se dégrader et les prix commencent à se redresser, ce qui pourrait alléger sensiblement l'effort d'ajustement des ménages. Quant aux entreprises, l'investissement reste conditionné par leurs carnets de commandes et leur perception d'une éventuelle prochaine amélioration. Or, les indicateurs de confiance se sont dégradés dans le courant du premier semestre. Du côté des entreprises, les flux de crédits nets se maintiennent autour de

500 milliards de dollars par trimestre (en rythme annualisé). Les organismes de crédits observent une baisse de la demande de la part des entreprises au cours de l'été dernier, malgré des conditions d'octroi de crédit plutôt favorables.

Graphique 8. Flux de crédits nets au secteur privé américain



Dans la zone euro, les problèmes liés à la crise de la dette souveraine et à la situation du système bancaire ont également pu freiner l'efficacité de la politique monétaire, malgré les achats ciblés de la BCE. Les taux d'intérêt publics sont effectivement restés élevés. Or, les conditions de financement appliquées par les banques sont sensibles à l'évolution des taux longs et donc à l'efficacité de la transmission de la politique monétaire, ce qui justifiait les mesures prises par la BCE. Ainsi, Barthélemy et Marx (2012)¹⁷ ont récemment montré que les écarts sur les taux d'intérêt publics se répercutaient sur les taux débiteurs fixés par les banques. Ils estiment en effet une équation économétrique sur la période février 2003 à octobre 2011 où le taux d'intérêt bancaire dépend du taux de politique monétaire, d'un effet de structure par terme des taux d'intérêt et de la prime de risque mesurée par l'écart entre le taux

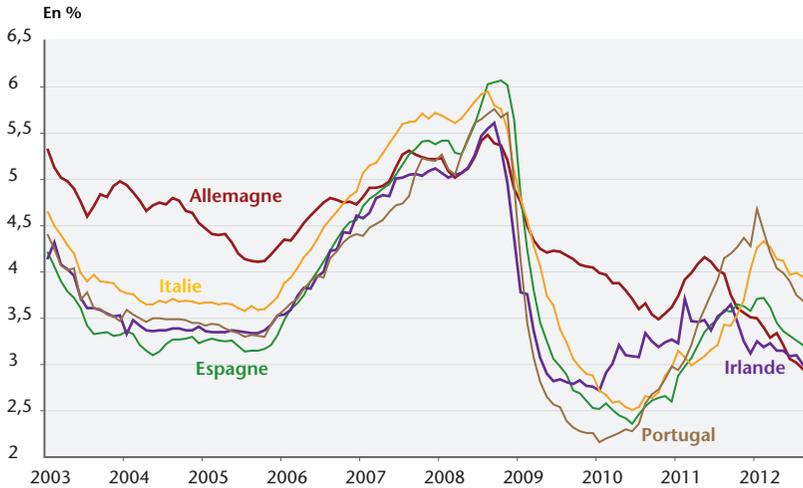
17. Voir : « L'impact de l'évolution des taux souverains sur les conditions de financement des économies française, espagnole et italienne », *Bulletin de la Banque de France*, n° 188, deuxième trimestre 2012.

public du pays considéré et le taux allemand. Ils montrent alors qu'une augmentation de la prime de risque de 1 point entraîne à long terme une augmentation des taux appliqués aux crédits immobiliers, aux crédits à la consommation et aux crédits accordés aux sociétés non financières (SNF). C'est pour les SNF que la hausse est en moyenne la plus élevée. Elle est de 1,1 point pour l'Espagne, de 1,4 point en France et de 0,9 point en Italie. Néanmoins, si ces résultats sont cohérents avec ceux mis généralement en évidence par la littérature sur la détermination des taux d'intérêt bancaires, ils ne permettent pas de prendre en compte l'effet des mesures non conventionnelles mises en œuvre par la BCE.

De fait, il apparaît clairement que l'évolution des taux bancaires sur l'année 2011 ne reflète pas la dynamique des primes de risques. Ils dépendent en effet aussi des caractéristiques nationales du système bancaire, comme la part des crédits accordés à taux variables. En effet, lorsque cette part est élevée, les taux bancaires sont relativement plus sensibles à l'évolution des taux sur le marché interbancaire qu'à celle des taux à long terme. Il reste que l'hétérogénéité de ces taux est importante (graphiques 9a et 9b) et la période récente montre que la baisse des taux fixés par les banques allemandes a été bien plus forte que celle des banques espagnoles, italiennes, portugaises et irlandaises. En août 2012, le taux bancaire moyen en Allemagne était de 2,95 % contre 3,2 % en Espagne, 3,7 % en France et 3,95 % en Italie. La crise des dettes souveraines ne reflète donc qu'imparfaitement les conditions de financements déterminées par les banques.

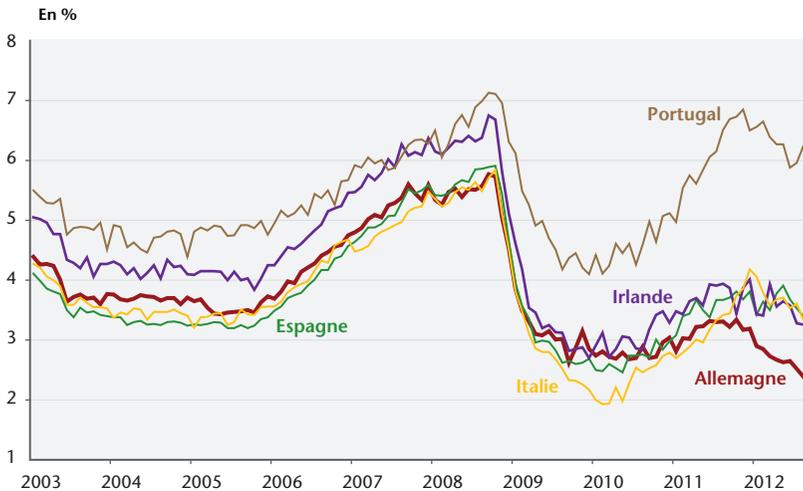
Par ailleurs, au-delà des effets liés à l'augmentation des primes de risque dans certains pays, ce sont plus généralement les conditions de crédit qui se sont durcies pour l'ensemble de la zone euro en début d'année 2012. Les banques déclaraient notamment durcir leurs conditions en raison de perspectives économiques dégradées et des difficultés accrues pour obtenir des financements de marché. La situation macroéconomique est également visible au travers de la demande de crédits, telle qu'elle ressort de l'enquête réalisée par la BCE. Ainsi, tant pour les ménages que pour les entreprises non financières, la demande de crédit a nettement reculé depuis le début de l'année 2011 (graphique 10). Si l'enquête réalisée pour le troisième trimestre 2012 montre un léger retournement, le solde d'opinion reste néanmoins négatif.

Graphique 9a. Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires accordés aux ménages



Source : BCE.

Graphique 9b. Taux d'intérêt sur les nouveaux crédits bancaires accordés aux SNF

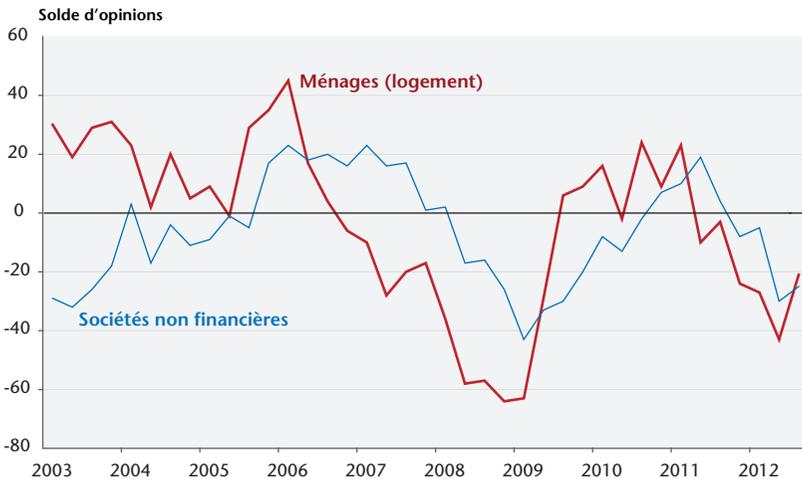


Source : BCE.

Ainsi, plus globalement, le sort de la zone euro ne dépend aujourd'hui pas fondamentalement des décisions prises par la BCE. Si la politique monétaire ne parvient pas à relancer la demande, c'est parce que le stimulus est insuffisant pour compenser des politiques budgétaires de plus en plus restrictives. Jusqu'ici, l'action de la BCE s'est principalement concentrée sur le système bancaire,

veillant ainsi à éviter un effondrement de l'offre de crédit et à établir les conditions nécessaires à la reprise dès que la demande sera de retour. L'efficacité de cette stratégie est néanmoins limitée et la reprise de l'activité dans la zone euro est conditionnée à une meilleure coordination du *policy-mix* où la consolidation budgétaire est étalée dans le temps et où la politique monétaire garantit que les dettes publiques sont des actifs sans risque. Ce faisant, les taux d'intérêt publics doivent être bas partout dans la zone euro, ce qui permettrait de réduire la charge de la dette. La stratégie poursuivie est cependant toute autre. Les pays de la zone euro s'enferment dans une logique de consolidation auto-destructrice, seule solution pour s'attirer les bonnes grâces de la BCE. De ce point de vue, l'objectif de la nouvelle opération lancée au mois de septembre 2012 doit être de parvenir à réduire significativement les primes de risque sur les taux d'intérêt publics. Les effets du programme précédent ont été soit limités soit contrariés par des pressions de marché trop fortes. Il faut donc souhaiter que cette fois-ci l'action de la BCE sera déterminante afin d'envoyer un signal clair aux marchés.

Graphique 10. Enquête sur l'évolution de la demande de crédits*



* L'enquête traduit un solde d'opinions entre les banques déclarant que la demande de crédit a augmenté et celles renseignant qu'elle a diminué.

Source : BCE (enquête Bank lending survey).