

Politique monétaire : des interventions centrales plus en finesse *

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

Alors que la phase de baisse des taux directeurs s'est achevée selon les pays entre la fin 2008 et mai 2009 à des niveaux très bas (0,1 % au Japon, entre 0 et 0,25 % aux États-Unis, 0,5 % au Royaume-Uni, 1 % dans la zone euro), les stratégies d'interventions directes des grandes banques centrales sur les marchés financiers ont pris progressivement le relais à partir de l'automne 2008. Face aux difficultés de transmission de la politique monétaire conventionnelle aux marchés monétaires et financiers, les grandes banques centrales ont non seulement injecté directement les liquidités nécessaires au refinancement du secteur bancaire, mais aussi procédé à des rachats d'actifs publics et privés pour combler les dysfonctionnements de certains marchés financiers.

Depuis le printemps 2009, la confiance semble enfin être revenue sur les marchés interbancaires : l'écart entre le taux interbancaire à 3 mois et le swap à 3 mois du taux au jour le jour était revenu début octobre à 13 points de base aux États-Unis, à 16 points au Royaume-Uni et à 29 points dans la zone euro.

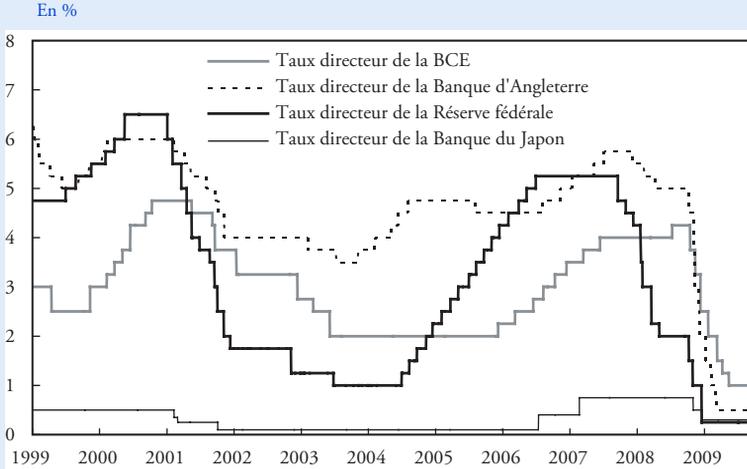
À l'horizon 2010, les banques centrales continueront à veiller à assurer un fonctionnement sans tensions des marchés interbancaires et ne réduiront que très progressivement leurs opérations non conventionnelles. Sous nos hypothèses de croissance et d'inflation modérées, les taux d'intérêt directeurs resteraient inchangés aux États-Unis, au Japon et dans la zone euro jusqu'à la fin 2010 ; au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre donnerait le signal quasiment symbolique de la sortie de crise en augmentant de 0,25 point son taux de base en fin d'année. Les politiques monétaires accompagneraient une sortie de crise en douceur.

* Ont contribué à cette étude spéciale : Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart, Danielle Schweisguth.

A lors que la phase de baisse des taux directeurs s'achevait entre fin 2008 et mai 2009, avec des niveaux très bas (0,1 % au Japon, entre 0 et 0,25 % aux États-Unis, 0,5 % au Royaume-Uni, 1 % dans la zone euro) (graphique 1), les stratégies d'interventions directes des grandes banques centrales sur les marchés financiers ont pris progressivement le relais à partir de l'automne 2008. Face aux difficultés de transmission de la politique monétaire conventionnelle aux marchés monétaires et financiers, les banques centrales ont non seulement injecté directement les liquidités nécessaires au refinancement du secteur bancaire mais elles ont aussi procédé à des rachats d'actifs publics et privés pour combler les dysfonctionnements de certains marchés financiers. Depuis le printemps dernier, la confiance semble être revenue sur le marché interbancaire. L'écart entre le taux interbancaire à 3 mois et le *swap* à 3 mois du taux au jour le jour, qui représente la perception qu'ont les banques sur la crédibilité des autres établissements, se situe début octobre à 13 points de base aux États-Unis et à 16 points au Royaume-Uni (graphique 2). L'écart est un peu plus grand dans la zone euro (29 points au 8 octobre 2009). Dans tous les cas, on est loin des 150 à 350 points de base de *spread* observés fin 2008, mais encore légèrement au-dessus de ceux de 2007.

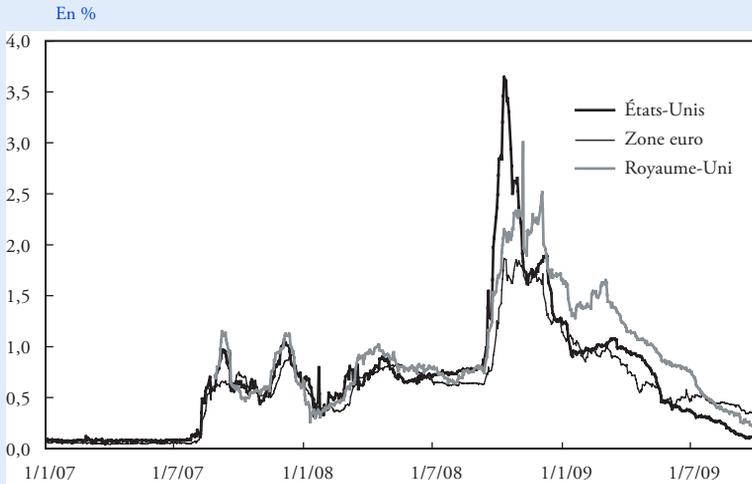
Sous l'effet des injections de liquidités non stérilisées, l'actif des banques centrales avait fortement augmenté à la fin 2008 (+ 7 points de PIB aux États-Unis, à 14 % du PIB, et dans la zone euro, à 20 % du PIB). Au premier semestre 2009, la vigueur de l'engagement se maintient et reste toujours central pour lever les risques de marché et maintenir les taux à un bas niveau. Malgré tout, on observe une légère hausse aux États-Unis et un léger repli dans la zone euro. Les stratégies adoptées par les banques centrales ont évolué depuis le début de l'année. La Réserve fédérale a peu à peu délaissé les facilités de paiements à court terme offertes aux banques pour s'orienter sur le rachat massif de titres publics ou garantis par l'État de moyen terme. La BCE continue de privilégier les injections directes de liquidités aux banques *via* les opérations de refinancement, mais sur des opérations à maturité un peu plus longue. La Banque d'Angleterre, elle, met l'accent sur l'achat de certains titres (*commercial paper* dans un premier temps et obligations privées, puis titres publics plus récemment) pour un montant total de 12 % du PIB. Enfin, la Banque du Japon combine elle aussi l'achat d'obligations publiques, d'obligations privées et de papier commercial d'un côté, et le rachat d'actions aux banques et apport direct de liquidités aux banques de l'autre. Son actif, déjà élevé en 2008 (de l'ordre de 22 % du PIB) n'a augmenté récemment que de 2 points de PIB.

Graphique 1 : Taux directeur aux États-Unis dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon



Sources : BCE, Réserve fédérale, Bank of England, Bank of Japan.

Graphique 2 : Spread entre le taux interbancaire à 3 mois et le swap à 3 mois du taux au jour le jour aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro



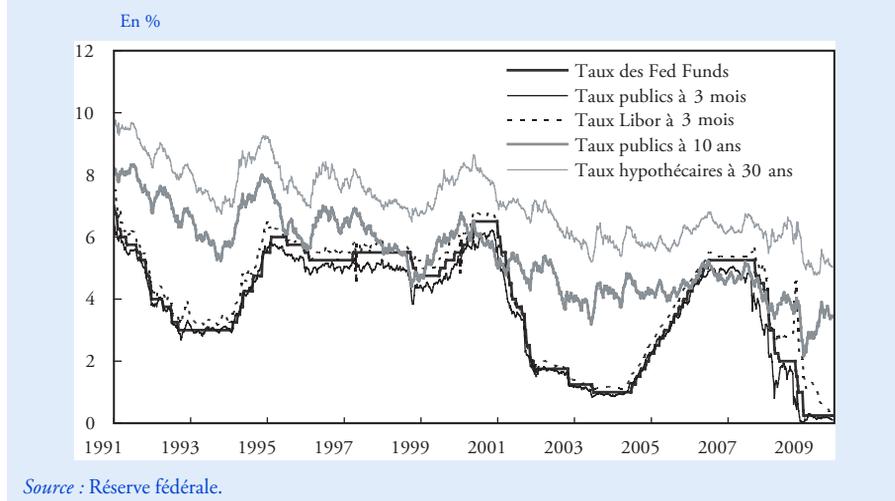
Sources : Réserve fédérale, BCE, Banque d'Angleterre, Datastream.

États-Unis : la politique monétaire au service de la croissance

Si la politique monétaire conventionnelle de la Réserve fédérale a atteint ses limites en décembre 2008 avec la baisse du taux objectif des Fonds fédéraux dans la fourchette de 0 - 0,25 %, les instruments non conventionnels mis en œuvre depuis la faillite de *Lehman Brothers* en septembre dernier évoluent avec la situation économique et financière du pays.

Or, le changement notable intervenu depuis le printemps dernier est la décrispation sur les marchés financiers (graphique 3). Si jusqu'alors, les banques hésitaient à se prêter entre elles, bloquant les transactions et exigeant des primes de risque très élevées sur les volumes échangés, la situation s'est aujourd'hui nettement améliorée avec la publication de résultats meilleurs que prévus des grands établissements financiers et le retour de la confiance des investisseurs. Les moyens mis en œuvre par la Réserve fédérale pour secourir les banques en difficulté et faire sortir les actifs toxiques de leur bilan s'avèrent aujourd'hui payants. Les marchés interbancaires retrouvent leur fluidité d'avant la crise et, même si les volumes échangés restent probablement très inférieurs, les banques se refinancent plus facilement et à des niveaux de *spreads* désormais très faibles. Alors que les titres publics à 3 mois évoluent depuis fin 2008 autour de 0,2 %, les taux sur les prêts interbancaires de même échéance (LIBOR) sont passés de 1,3 % fin mars à 0,3 % fin septembre, tout comme l'*Overnight Index Swap* (OIS) à trois mois. L'écart entre ces deux taux, considéré comme un indicateur de stress des marchés financiers à court terme, est donc revenu aujourd'hui à un niveau sans tension, après avoir été supérieur à 100 points de base entre le déclenchement de la crise à l'été 2007 et mars dernier. Les taux publics à 10 ans se sont par contre retendus au cours du premier semestre 2009, effaçant une partie de la baisse de fin 2008. Ce mouvement est normal. Pendant la crise de fin 2008, les investisseurs s'étaient reportés sur les titres publics, seuls titres jugés sans risque, ce qui avait conduit alors à la baisse des taux longs. La reprise de la confiance sur les marchés au début 2009 permet désormais de diversifier les portefeuilles, expliquant dès lors la normalisation du niveau des taux longs. La très légère baisse inscrite en août et septembre ramène les taux publics à 10 ans à 3,4 % à la fin septembre, soit 1,5 point de moins qu'en 2007. Les taux hypothécaires ont suivi les mêmes mouvements, bien que les rythmes aient été moins marqués. Les taux hypothécaires fixes à 30 ans sont en septembre 2009 inférieurs d'un point à ce qu'ils étaient un an plus tôt et de 1,3 point par rapport à 2007.

Graphique 3 : Taux d'intérêt



Une gestion bien ordonnée des dysfonctionnements des marchés

Ce meilleur fonctionnement des marchés financiers s'accompagne de la réduction progressive des programmes de facilités de crédits à court terme de la Réserve fédérale. Si le montant du bilan de la Banque centrale demeure élevé et inchangé depuis le début de la crise (il fluctue entre 1 900 et 2 200 milliards de dollars, soit 14 % du PIB, contre 870 milliards avant la crise), la composition des actifs s'est profondément modifiée depuis le printemps dernier (graphique 4). La gamme d'actifs détenus par la Réserve fédérale et adossés aux facilités de prêts accordés aux diverses institutions financières tend à se réduire au profit de titres adossés à des prêts ciblés sur certains marchés encore fragiles ou bien de titres publics à long terme. Ces changements reflètent le changement de stratégie de la Fed : la priorité n'est plus à l'injection de liquidités sur les marchés financiers mais à la lutte contre la déflation, telle qu'elle avait été présentée en mars dans le *Financial Stability Plan* et au soutien de marchés de titres adossés à des crédits orientés sur la demande des ménages et entreprises.

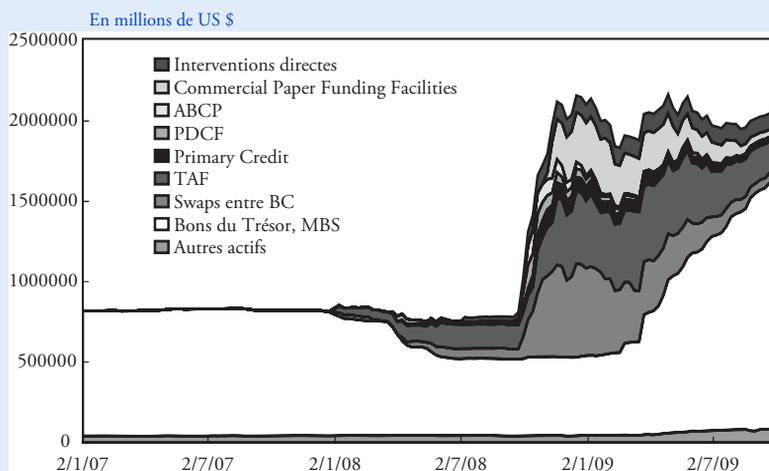
Ainsi, l'encours des *Term Auction Facilities* (TAF), un des principaux instruments d'injection de liquidités à court terme auprès des institutions de dépôts, a baissé de 300 milliards de dollars depuis son point haut de fin mars 2009 pour atteindre quelques 178 milliards de dollars début octobre. Le retrait du programme passe par une baisse progressive des montants prêtés et des échéances. Lancé le 3 mars, il devrait disparaître définitivement en janvier 2010, du fait du retour de la liquidité sur le marché interbancaire. Les *swaps* de devises entre banques centrales baissent depuis décembre 2008 et surtout depuis juin dernier. L'encours début octobre atteint 57 milliards de dollars contre 570 milliards fin 2008, reflétant là aussi la plus grande facilité d'approvisionnement en dollars des banques étrangères.

Les *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF)¹ mis en place en mars 2008 ne sont plus utilisés depuis le mois de mai dernier, et les *Money Market Fund Liquidity Facility* (AMLF)² du marché monétaire ont quasiment disparu depuis cet été.

Ainsi, entre décembre 2008 et début octobre 2009, les actifs détenus par la Réserve fédérale, au titre des programmes de prêts à court terme aux institutions financières, sont passés de 1 100 milliards de dollars à 235 milliards.

Sur le marché des *Commercial Papers*, la désaffectation des investisseurs qui avait conduit les autorités fédérales à prendre le relais sur ce marché, s'est inversée depuis le début de l'année. Les *Commercial Paper Funding facilities*³ ont réduit sensiblement, avec la reprise des crédits de trésorerie aux entreprises *via* le retour des intervenants habituels sur ces marchés et la normalisation des *spreads* privés. L'écart de taux entre les titres notés A2/P2 et les *Commercial Papers* non financiers notés AA à 30 jours est revenu à son niveau d'avant la crise.

Graphique 4 : Actif de la Réserve fédérale



Source : Réserve fédérale.

Simultanément, d'autres programmes d'achat d'actifs ont pris une part croissante dans le bilan de la Banque centrale : ceux destinés à soutenir le marché de la titrisation de crédits aux ménages et aux entreprises (crédits automobiles, cartes de crédit, prêts étudiants, ...), et plus récemment à des crédits hypothécaires

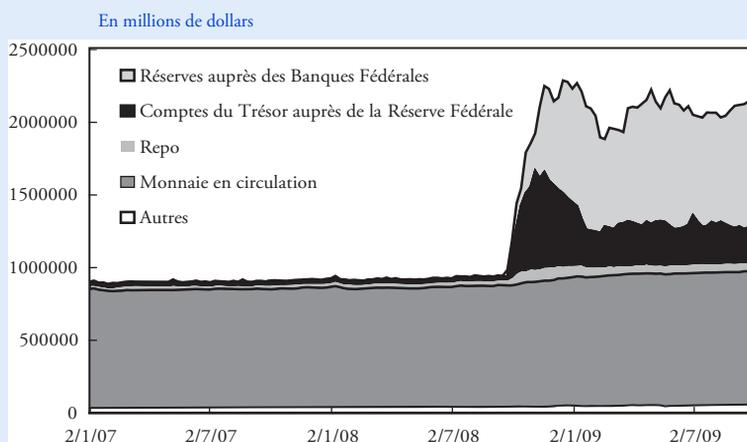
1. Les PDCF sont des facilités de prêts au jour le jour destinées aux *Primary Dealers*, en échange de titres de bonne qualité.
 2. Ce sont des facilités de prêts destinés aux intervenants du marché monétaire. Le programme vise à protéger les fonds monétaires et favoriser le refinancement des établissements financiers émetteurs d'ABCP. Le marché est resté gelé pendant la crise.
 3. Les CPFF fournissent des liquidités à court terme (3 mois) aux émetteurs éligibles de *Commercial Papers* et donc permettent une plus grande disponibilité de crédit pour les entreprises et les ménages.

commerciaux, et ceux destinés à faire pression sur les taux à long terme, *via* notamment l'achat d'obligations publiques.

Ainsi, alors que les *Term Asset Backed Securities Loan Facilities (TALF)*⁴ devaient s'arrêter le 31 décembre 2009, leur extinction a été reportée au 31 mars 2010, voire au 30 juin 2010 pour les programmes avec *Commercial Mortgage Backed Security (CMBS)* nouvellement émis. L'encours du programme n'a cessé d'augmenter, passant d'un montant de 5 milliards de dollars au moment de son lancement, fin mars 2009, à 48 milliards de dollars actuellement, avec des échéances de prêts s'étalant entre 3 et 5 ans.

La Réserve fédérale a par ailleurs repris ses achats de titres longs, sous la forme d'obligations publiques, de titres de dettes et des MBS des *Government-Sponsored Enterprises* Freddie Mac et Fannie Mae, mis sous tutelle de l'État en septembre 2008. Début octobre, ces actifs totalisent près de 1 600 milliards de dollars, contre 790 milliards avant la crise (presque exclusivement sous la forme d'obligations du Trésor). Après une première annonce d'achat de titres de dette et de MBS des GSE en novembre 2008, la Réserve fédérale avait annoncé en mars dernier qu'elle augmenterait ses rachats de dettes jusqu'à 200 milliards de dollars et ses achats de MBS jusqu'à 1 250 milliards de dollars. Elle avait également annoncé son plan d'acheter jusqu'à 300 milliards d'obligations du Trésor sur les 6 prochains mois. Il apparaît aujourd'hui que les rachats de dette de Freddie Mac et Fannie Mae devaient être exécutés d'ici à la fin du premier trimestre 2010, les deux autres programmes ayant été déjà en grande partie réalisés.

Graphique 5 : Passif de la Réserve fédérale



Source : Réserve fédérale.

4. Les TALF sont des facilités de crédits d'au moins un an, ouverts à tout détenteur de titres adossés à des crédits aux ménages et entreprises. Elles sont destinées à soutenir l'émission d'ABS adossés à des crédits, sans limite de montant.

La politique d'intervention de la Fed sur les marchés financiers n'est possible que sur la base d'un passif qui évolue du même montant que l'actif (graphique 5). La hausse du passif intervenue depuis septembre 2008 s'est appuyée dans un premier temps sur le gonflement des dépôts détenus par le Trésor dans un compte ouvert auprès de la Réserve fédérale, autre que le compte général. Un Programme de financement supplémentaire (*Supplementary Financing Program*) a été créé afin que le Trésor assiste la Banque dans l'implantation de sa politique de facilités de crédits. Dans ce programme, le Trésor émet de la dette à court terme et place les recettes des ventes dans ce compte, l'objectif étant de drainer l'argent des institutions financières dans le bilan de la Banque. Largement utilisé à la fin 2008, ce programme a pris moins d'importance au fur et à mesure que les réserves des institutions financières déposées à la Réserve fédérale se sont mises à augmenter. Traditionnellement composé des seules réserves obligatoires, ce poste est de plus en plus alimenté par les réserves excédentaires des banques. Depuis le début du mois d'octobre 2008, la Réserve fédérale verse des intérêts sur les réserves qu'elle détient dans son bilan au taux de 0,25 %. Or, même si les marchés financiers recommencent à fonctionner, l'intervention, même marginale, de la Banque centrale reste fondamentale pour couvrir la part d'incertitude qui demeure sur la solvabilité de certaines banques et faciliter l'accès au crédit de tous les intervenants. Par ailleurs, devant cette incertitude, d'autres banques peuvent préférer déposer leurs réserves sur un compte rémunéré à la Réserve fédérale que de prendre le risque de le prêter. Fin septembre, sur les 848 milliards de dollars de réserves des banques auprès des banques fédérales, les réserves obligatoires en représentaient 26 milliards, les réserves excédentaires 822 milliards.

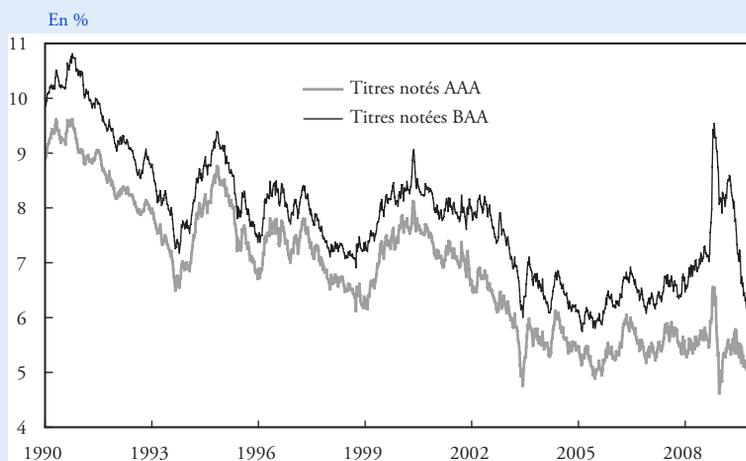
Malgré tout, la demande de crédit reste faible

Pourtant, malgré cette amélioration du fonctionnement des marchés financiers, et donc de l'offre de crédit, la demande n'est pas là. Après deux trimestres de baisse, les crédits à la consommation ont continué de se contracter au deuxième trimestre 2009 à un rythme encore plus rapide. Les données des mois de juillet et août 2009 confirment cette tendance, et ce, malgré le relâchement des conditions de crédits que laissent apparaître les réponses des banques aux enquêtes de cet été. Quant aux crédits hypothécaires, ils continuent eux aussi à baisser. Les ménages restent confrontés à leur problème d'endettement. Rapportée au RDB, la dette hypothécaire a baissé de 4 points par rapport au pic de 99,5 % atteint au début de l'année 2008, mais surtout rapportée à la valeur du patrimoine immobilier, la dette continue d'augmenter : 52 % de la valeur de leurs actifs immobiliers au deuxième trimestre 2009, après 41,3 % au début de 2007.

Du côté des entreprises, le constat est à peu près le même, à l'exception notable que les entreprises ne sont pas dans une situation d'ajustement de leur situation financière mais font face à un manque de demande. Résultat, les prêts aux entreprises baissent fortement aux premier et deuxième trimestres. Là aussi, les enquêtes font ressortir une détente dans les conditions de crédits octroyés par les banques au troisième trimestre mais la demande de crédits des entreprises

industrielles et commerciales reste encore très en recul, même si le mouvement est moins marqué qu'au trimestre précédent, notamment pour les moyennes et grandes entreprises. Face à un marché bancaire plutôt fermé, les entreprises se sont jusqu'à maintenant plutôt reportées sur le marché obligataire où les taux se sont largement détendus (graphique 6).

Graphique 6 : Taux sur les obligations des entreprises privées



Source : Réserve fédérale.

Une politique toujours très accommodante en 2010

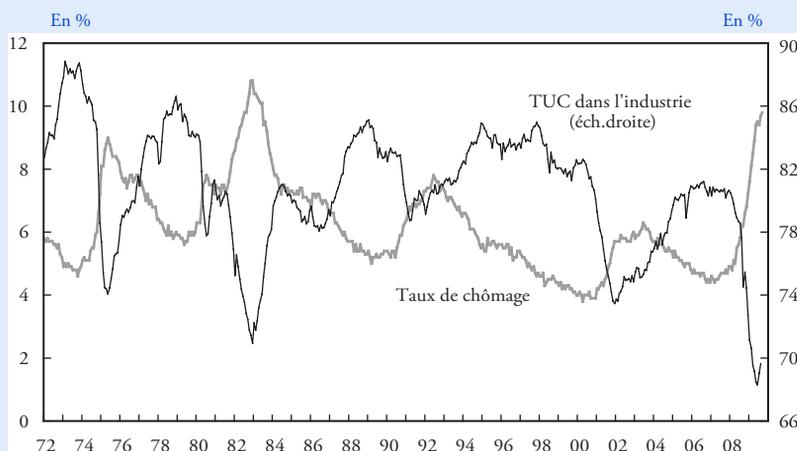
En 2010, la politique monétaire devrait rester expansionniste. Les marchés n'anticipent pas de hausse des taux avant le premier trimestre mais nous pensons plutôt que la Réserve fédérale ne prendra pas le risque de casser une reprise toujours fragile. Les taux des *Fed Funds* devraient donc rester à 0,25 % jusqu'à la fin 2010. La politique d'intervention demeurera, elle aussi, encore active au début de l'année 2010. Les stratégies de sorties de ces politiques, qui commencent déjà à faire débat, pourraient néanmoins commencer au moins dans un premier temps avec l'achèvement des financements à court terme.

En effet, la Réserve fédérale est particulièrement consciente des ajustements qu'il reste à faire. À court terme, les marchés financiers ne peuvent se passer de la présence de la Réserve fédérale. Et face aux très bas niveaux d'utilisation des facteurs de production capital et travail (graphique 7) et au risque de déflation qui n'est pas encore totalement exclu, le besoin d'une politique très accommodante reste nécessaire encore un certain temps.

En attendant, l'absence du risque inflationniste à l'horizon de la fin 2010 met la Fed à l'abri de toute contrainte de resserrement. Compte tenu de nos prévisions de croissance du PIB (1,9 % pour 2010), l'écart au PIB potentiel devrait continuer à se creuser si l'on retient comme hypothèse, la croissance du PIB potentiel donnée par

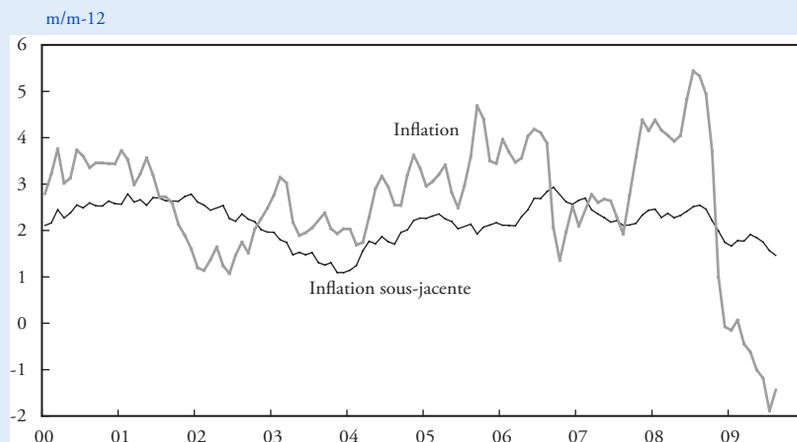
l'OCDE (2,3 %, comme en 2009). Il devrait se refermer très légèrement si l'on considère les données du CBO qui indiquent une nette dégradation de la croissance du potentiel (1,7 %, après 2,2 % et 2,6 % en 2009 et 2008 respectivement). L'inflation effective sur un an est négative depuis décembre 2008 et atteint -1,4 % en août. Hors effet pétrole, l'inflation est plus inerte mais est passée malgré tout de 2,5 % à 1,5 % entre août 2008 et août 2009 (graphique 8). Fin 2010, compte tenu de nos hypothèses de stabilité des prix du pétrole à partir du début d'année prochaine, l'inflation et l'inflation sous-jacente devraient converger à 1,5 %. Les anticipations inflationnistes à plus long terme restent donc basses. Dans ce contexte, les taux longs devraient eux aussi se détendre légèrement d'ici fin 2010.

Graphique 7 : Sous-utilisation des facteurs de production



Sources : BLS, Réserve fédérale.

Graphique 8 : Inflation aux États-Unis



Source : BLS.

Zone euro : priorité au financement des banques

La BCE s'est trouvée un taux plancher

Après la baisse de 3,25 points de pourcentage du taux directeur (taux appliqué aux principales opérations de refinancement) entre octobre 2008 et mai 2009, la BCE a depuis lors laissé ce taux inchangé à 1 % (graphique 9). Au final, la BCE a réagi plus tardivement et moins fortement que la Réserve fédérale, dont le taux directeur oscille entre 0 et 0,25 %. Elle considère en effet que la baisse des taux jusqu'à 1 %, conjuguée aux mesures prises pour aider les banques à se refinancer (injection de liquidités depuis octobre 2008, achat de *covered bonds* depuis juillet 2009), sont suffisantes au regard de la situation économique et des marchés actuelle. Depuis notre dernière prévision, la BCE a peu revu ses prévisions d'inflation (qui étaient début septembre de 0,4 % pour 2009 et 1,2 % pour 2010), tandis que les prévisions de croissance étaient fortement révisées à la baisse pour 2009 (à -4,1 %) du fait d'un premier trimestre catastrophique et celles pour 2010 devenaient légèrement positives (0,2 %).

Lors de la dernière baisse de taux de mai 2009, la BCE a réduit le corridor constitué par les taux des facilités permanentes (de dépôt et de prêt marginal) des 200 points de base habituels à 150 points autour du taux principal de refinancement pour que le taux de facilité de dépôt reste à 0,25 % (soit 75 points de base de moins que le taux directeur) et donc soit toujours supérieur à 0 %⁵. Le taux de facilité de prêt marginal est ainsi de 1,75 %.

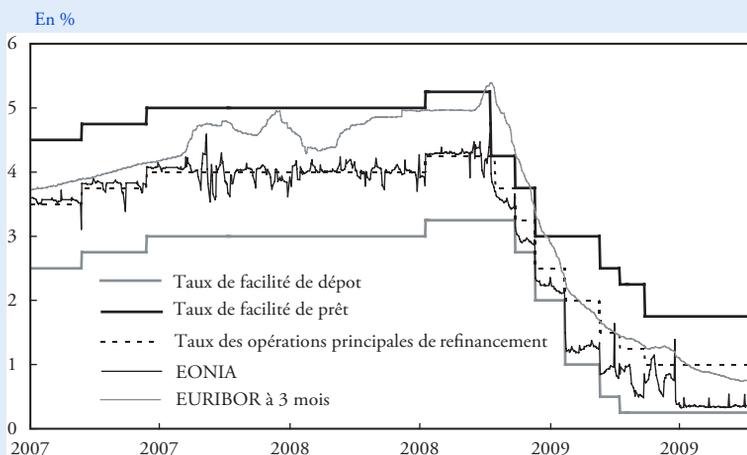
Selon la règle de Taylor appliquée avec l'inflation sous-jacente (ce qui permet d'écartier les effets de base liés au prix du pétrole⁶), le taux directeur devrait être compris entre 0 et 1 % depuis le deuxième trimestre 2009, en raison de la décélération de l'inflation sous-jacente (à 1,3 % au troisième trimestre 2009) et surtout du creusement de l'*output gap*. L'écart entre le PIB et son potentiel est en effet très négatif depuis le début de l'année 2009 (autour de -4,5 points selon le potentiel de l'OCDE). En prévision, le taux directeur resterait dans cette fourchette de 0-1 %, selon la croissance potentielle estimée⁷, avec un *output gap* qui ne se refermerait pas ou peu. Nous faisons donc l'hypothèque que la BCE maintiendrait son taux directeur à 1 % jusqu'à la fin de l'année 2010, plancher qu'elle s'est choisi, puisqu'elle ne souhaite pas que le taux de facilité de dépôt soit à 0 % et qu'il lui faudrait réduire encore le corridor si elle baissait son taux directeur.

5. Une partie des liquidités fournies par la BCE aux banques dans le cadre des opérations de refinancement depuis octobre 2008 est ensuite placée par les banques auprès de la BCE au taux de facilité de dépôt. Si ce dernier devenait nul, la BCE perdrait toute maîtrise sur les liquidités qu'elle injecte, les banques n'ayant alors a priori plus intérêt à utiliser les facilités de dépôt (cf. supra).

6. L'inflation totale a en effet reculé de 0,3 % au troisième trimestre 2009, ce qui perturbe évidemment la règle de Taylor, alors que la BCE insiste sur le fait qu'elle considère surtout les anticipations d'inflation de moyen terme, sans se focaliser sur les perturbations trimestrielles liées à la volatilité des prix des matières premières.

7. Nous avons retenu une fourchette de 0,6 % (selon l'OCDE par exemple) à 1,6 % pour la croissance potentielle en prévision. Dans le premier cas, l'*output gap* se refermerait légèrement, tandis que dans le second cas il continuerait de se creuser.

Graphique 9 : Principaux taux dans la zone euro



Source : Datainsight.

Un marché interbancaire toujours sous perfusion

Pour juguler le blocage du marché interbancaire, la BCE a modifié sa politique d'approvisionnement en liquidités des banques depuis octobre 2008. Dorénavant, les opérations principales de refinancement (à 7 jours) et les opérations de refinancement de long terme (à 1,3 et 6 mois) sont menées à taux fixe et les demandes des banques en liquidités sont entièrement couvertes, sans limite de montants (précédemment les liquidités fournies par la BCE étaient attribuées à taux variables et selon un système d'enchères). L'élargissement de la liste des actifs pouvant être admis en garantie, qui avait été décidé en octobre 2008, est toujours d'actualité⁸. La BCE a indiqué que ces différentes mesures seraient prolongées aussi longtemps que nécessaire.

Depuis fin juin 2009, la BCE alloue également des liquidités aux banques pour des maturités de 1 an, aux mêmes conditions que pour les autres maturités. Le but est désormais d'agir aussi sur les taux interbancaires à 1 an et non plus seulement sur ceux de 1 à 6 mois. La BCE continue aussi d'injecter des dollars selon une procédure similaire (à taux fixe et pour des montants illimités), opérations qui devraient se poursuivre au moins jusqu'à fin janvier 2010.

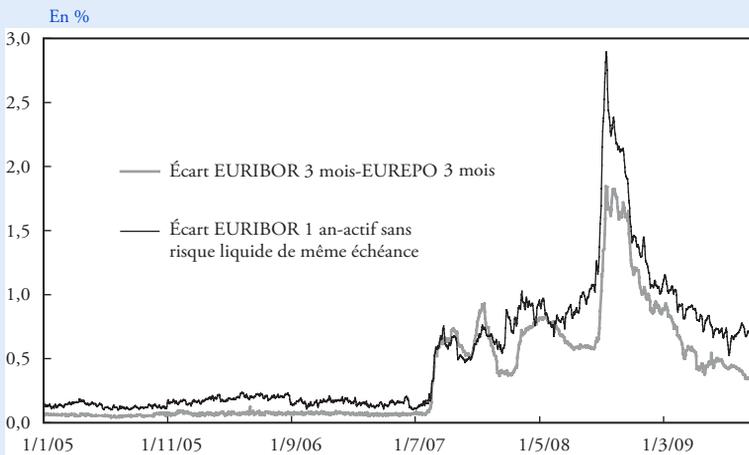
Ne disposant pas de données sur les montants des transactions entre banques sur le marché interbancaire, il est malaisé de juger du fonctionnement de ce marché aujourd'hui, un an après sa mise sous perfusion par la BCE. Du côté des taux, le bilan est positif, puisque la BCE est parvenue à faire diminuer l'écart entre les

8. Une notation BBB- suffit contre A- avant ; s'ils sont émis dans la zone euro, ils peuvent être libellés en dollars, en livres sterling et en yen. L'élargissement de la gamme d'actifs s'est accompagné de *haircut* plus élevés, tenant compte du risque de change et du risque lié à une notation plus faible.

différents taux interbancaires et le taux directeur. Le taux EURIBOR à 3 mois est même désormais inférieur au taux directeur (respectivement 0,8 et 1 % en septembre 2009), malgré la fin anticipée des baisses de taux par la BCE (graphique 9). De la même manière, l'EONIA est très faible, puisqu'il s'est écarté depuis presque un an du taux principal de refinancement pour se caler sur le taux des facilités de dépôt, en raison de l'abondance de liquidités⁹. Seuls les taux interbancaires pour des maturités de 6 à 12 mois demeurent supérieurs au taux directeur (respectivement 1,1 et 1,3 % en septembre 2009). Alors que le taux considéré comme le plafond des différents taux interbancaires est en temps normal le taux de facilité de prêt marginal, le taux directeur est devenu *de facto* depuis l'automne dernier ce taux plafond du fait de la politique de la BCE qui fournit de façon illimitée des liquidités à ce taux. On a donc observé peu à peu un décalage de tous les taux interbancaires vers le bas, une fois les tensions apaisées.

Une façon d'évaluer l'état du marché interbancaire est de s'intéresser aux primes de risques entre les taux interbancaires et des taux de même maturité sur des actifs sans risque. Ainsi, l'écart entre le taux EURIBOR à 3 mois et le taux EUREPO à 3 mois (dont les prêts sont garantis) reste supérieur de 0,2 point par rapport au niveau d'avant la crise (graphique 10). Mais on est loin désormais des *spreads* de 1,8 point de pourcentage observés à l'automne 2008.

Graphique 10 : *Spread* entre les taux interbancaires et des actifs moins risqués



Note : Le *spread* est calculé ici entre le taux EURIBOR à 1 an et un actif sans risque liquide, représenté par une obligation publique à 1 an (moyenne entre la France et l'Allemagne).

Sources : BCE, Datainsight.

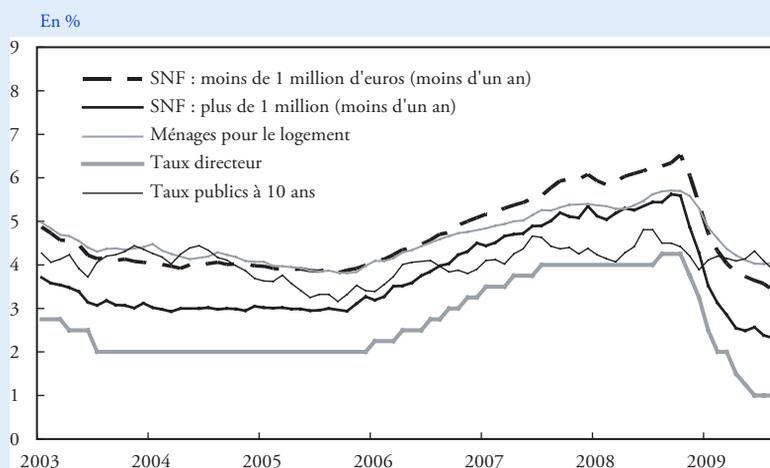
9. En « temps normal », les différentes opérations de refinancement de la BCE visent à maintenir ce taux proche du taux directeur.

De même, l'écart entre le taux EURIBOR à 1 an et un actif sans risque liquide de même maturité (*i.e.* une obligation publique) a beaucoup diminué, mais est plus élevé qu'avant août 2007. Les différentes primes de risque ont donc baissé par rapport aux pics de l'automne 2008 liés à des mouvements de défiance irraisonnée, mais restent plus élevées qu'avant la crise. Cela signifie-t-il pour autant que ce niveau est anormal ? La faiblesse des primes de risque avant la crise étant sans doute injustifiée, les primes de risque actuelles pourraient refléter une réévaluation des risques justifiée.

Une transmission partielle au marché du crédit

Les mesures prises par la BCE depuis octobre 2008 ont certes eu un impact sur le coût du crédit, mais les volumes ont continué de s'ajuster. La baisse des taux directeurs conjuguée à la distribution aux banques de liquidités importantes s'est traduite par une diminution des taux pratiqués par les banques sur les nouveaux prêts aux entreprises pour des échéances de court terme, qui sont majoritairement utilisées par les entreprises (graphique 11). Mais le *spread* entre ces taux et le taux directeur qui s'était creusé depuis le début de la crise reste assez volatile et a de nouveau augmenté au printemps après l'amélioration du début 2009. Pour les montants supérieurs à 1 million d'euros, l'écart n'est pas très éloigné de son niveau habituel (+ 0,3 point), il est plus élevé pour les faibles montants (+ 0,9 point). Concernant les taux pour les nouveaux prêts à l'habitat, comme ceux-ci sont en majorité à taux fixe, ils sont en lien plus étroit avec les taux longs. Ces derniers ayant moins baissé que les taux courts, la baisse des taux pour l'acquisition de logements a été moindre, même s'ils sont revenus à leur niveau de début 2006 (à 4 %).

Graphique 11 : Taux bancaires débiteurs



Source : Datastream (bulletin mensuel de la BCE).

La baisse des taux débiteurs est certes un premier point positif dans la transmission de la politique monétaire au reste de l'économie, mais le fait que les volumes de prêts accordés aient continué de ralentir en limite la portée. L'encours de prêts distribués aux entreprises non financières et aux ménages par les institutions monétaires et financières de la zone euro a progressé de seulement 0,2 % en août 2009. La production de nouveaux crédits se contracte toujours (– 18 % en août 2009) : cette contraction, qui est récente concernant les entreprises (depuis avril 2009), est de ce fait plus marquée (– 21 % en août 2009) que pour les ménages (– 6 %) pour lesquels la correction a été entamée fin 2006 (c'est-à-dire un an après le début du cycle de remontée des taux directeurs).

Le marché du crédit restant atone, la BCE a décidé de se concentrer sur le soutien au crédit bancaire dans le cadre des dernières mesures non conventionnelles annoncées en mai 2009. La BCE avait alors décidé d'acheter des *covered bonds* (obligations sécurisées) pour un montant de 60 milliards d'euros entre début juillet 2009 et fin juin 2010, tant sur le marché primaire que secondaire. Ces titres sont adossés à des crédits hypothécaires garantis ou à des créances du secteur public et sont considérés plus sûrs que les ABS par exemple. De plus, les critères définis par la BCE pour ces achats sont restrictifs. La BCE a voulu aider un segment du marché très touché par la crise et portant directement atteinte au refinancement des banques et donc par ce biais à leur distribution de crédits. Au 5 octobre 2009, 15,6 milliards avaient été dépensés dans ce cadre, soit environ un quart de la somme totale prévue.

La BCE a précisé qu'il ne s'agissait pas d'un assouplissement quantitatif en tant que tel, ces achats de titres auprès des banques étant censés être compensés par une moindre demande de liquidités de la part des banques lors des opérations de refinancement. Mais rien ne garantit que cette stérilisation sera automatique *a priori*. Cette somme qui correspond à 0,7 point de PIB dans la zone euro apparaît en tout cas dérisoire par rapport aux montants mis en œuvre aux États-Unis ou au Royaume-Uni par exemple.

Un bilan de la BCE gonflé

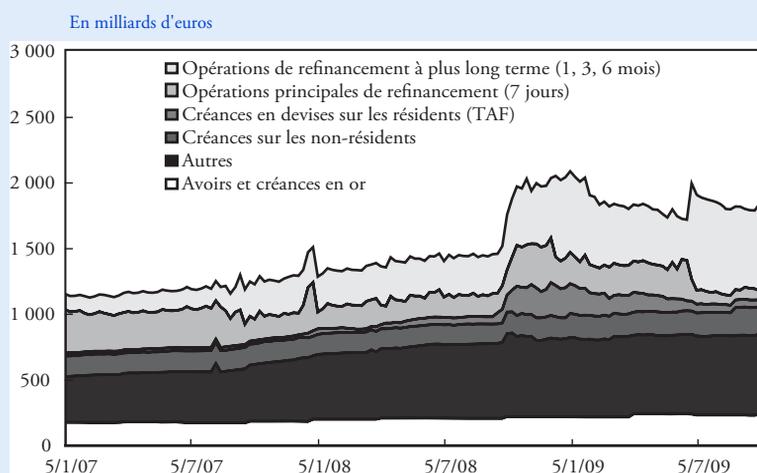
L'évolution du bilan de la BCE a été quasiment parallèle à celle des liquidités fournies aux banques lors des opérations de refinancement, lesquelles ont été le principal vecteur de la politique de soutien à l'économie de la BCE (graphique 12). Le bilan de la BCE qui était d'environ 1 200 milliards d'euros en août 2007 (soit 13 % du PIB) est ainsi passé à 1 500 milliards en septembre 2008, avant d'atteindre un pic à 2 000 milliards entre octobre 2008 et janvier 2009. Depuis lors, il a diminué (à l'exception du rebond au moment de la première opération de refinancement à 12 mois de fin juin¹⁰) pour revenir à 1 800 milliards d'euros début octobre 2009 (20 % du PIB).

10. Lors de cette opération, la BCE a alloué 442 milliards d'euros aux banques. L'opération de début octobre n'a drainé en revanche que 75 milliards, la dernière opération pour une maturité d'un an est quant à elle prévue pour décembre 2009.

Un changement notable concerne la maturité des opérations de refinancement qui s'est allongée peu à peu depuis le début de la crise. Alors qu'en août 2007, les opérations de refinancement à long terme (1 à 6 mois) représentaient un tiers de toutes les opérations, cette proportion s'est peu à peu inversée, puisqu'elle est désormais de 90 % (y compris les opérations à 12 mois). Les opérations principales de refinancement (à 7 jours) sont donc devenues marginales dans le processus de refinancement des banques auprès de la BCE, mouvement qui a été amplifié par l'opération de refinancement à 1 an menée fin juin 2009 qui a détourné les banques du court terme. La baisse des opérations de court terme ayant toutefois été moindre que la hausse de celles de long terme, la liquidité fournie reste très élevée.

Dans le même temps, les créances en devises sur les résidents (essentiellement en dollars¹¹), qui avaient fortement augmenté en octobre 2008 ont peu à peu diminué dans les derniers mois, retrouvant presque le niveau d'avant la crise. Quant aux 15 milliards de *covered bonds* achetés par la BCE depuis juillet 2009, ils n'ont évidemment pas d'influence sur le bilan total de la BCE et représentent une faible part des titres émis par les résidents de la zone euro et détenus par la BCE (5,2 % seulement).

Graphique 12 : Actif de la BCE

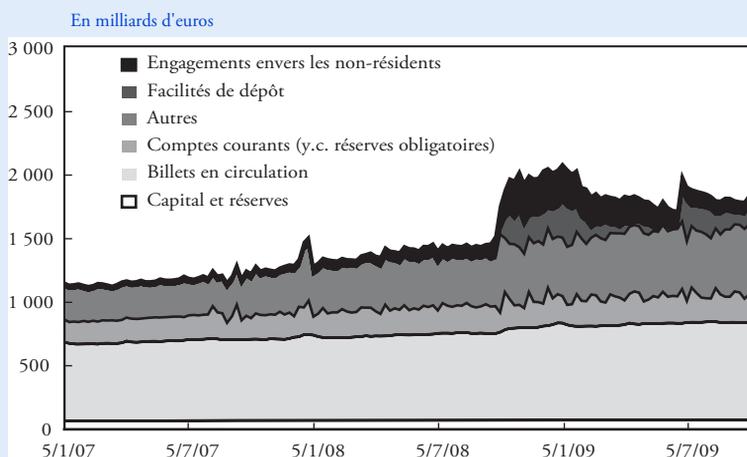


Source : BCE (bulletin mensuel).

11. Depuis fin 2007, plusieurs banques centrales, dont la BCE, ont mené des opérations de *swap* de change. Dans le cas des créances en devises sur les résidents, la BCE refinance en dollars des banques européennes qui ont des filiales ou des fonds aux États-Unis quand elles ne peuvent ni se refinancer sur le marché interbancaire américain ni faire appel à la Fed, puisque cette dernière n'a pas le droit de prêter à des banques étrangères.

Du côté du passif, au-delà de la hausse graduelle des billets en circulation, ce sont surtout les facilités de dépôt et les engagements envers les non-résidents qui avaient augmenté depuis l'automne 2008 (graphique 13). Ces derniers sont peu à peu revenus vers leur niveau d'avant la crise, tandis que les facilités de dépôt restaient élevées. Depuis octobre 2008, les liquidités abondantes fournies par la BCE aux banques sont en effet placées en partie auprès de la BCE au taux d'intérêt de la facilité de dépôt. En temps normal, les facilités de dépôt auprès de la BCE sont quasi nulles. D'octobre 2008 à janvier 2009, elles avaient fortement augmenté, puis elles étaient peu à peu revenues vers 0. Avec l'opération de refinancement à 1 an de fin juin 2009, au cours de laquelle la demande des banques a été très importante, les facilités de dépôt sont reparties largement à la hausse, les banques continuant d'emprunter plus que leurs besoins du fait du montant illimité fourni à un taux très attractif (le taux directeur). Les opérations de la BCE contribuent donc à sécuriser largement le refinancement des banques, mais montrent aussi que les banques préfèrent prêter à la banque centrale plutôt qu'aux autres banques. Un point positif vient toutefois du fait que les facilités de dépôt restent largement inférieures aux liquidités supplémentaires distribuées par la BCE dans le cadre des opérations de refinancement depuis octobre 2008 ¹² ce qui signifie qu'une partie des sommes injectées est réellement utilisée par le secteur financier.

Graphique 13 : Passif de la BCE



Source : BCE (bulletin mensuel).

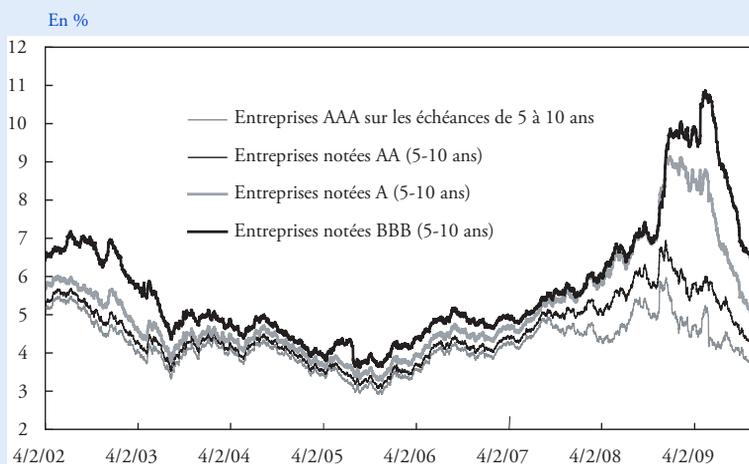
12. La différence entre les liquidités fournies aux banques *via* les opérations de refinancement et les facilités de dépôt est en effet supérieure d'environ 130 milliards d'euros à son niveau de septembre 2008.

Marché obligataire : baisse des taux longs publics et retour à la normale du côté des entreprises

Les mouvements des taux directeurs décidés par les banques centrales visent à influencer sur les taux courts, les taux longs publics et les taux longs privés, et donc sur l'ensemble du financement de l'économie. Depuis quelques mois, la baisse des taux directeurs et les liquidités abondantes fournies par la BCE aux banques ont enfin permis aux taux courts de se rapprocher du taux directeur. L'achat par la BCE de titres d'État ou de dette privée pour pousser à la baisse les taux longs publics et privés n'est pas d'actualité, contrairement à ce qu'on a observé aux États-Unis ou au Royaume-Uni, la BCE privilégiant la réactivation du financement bancaire, qui est largement majoritaire dans la zone euro (70 % environ, contre 20 % aux États-Unis).

Les taux longs publics, qui avaient baissé au second semestre 2008 en lien avec le mouvement de fuite vers la qualité et donc la forte demande pour ces titres, sont ensuite légèrement remontés en début d'année 2009 du fait d'une certaine normalisation des comportements des investisseurs. Ils ont ainsi atteint 4,3 % en juin 2009, avant de revenir en septembre à 3,9 %. Il semble en effet que les craintes face aux perspectives d'une croissance potentielle durablement plus faible et d'une reprise molle dans un contexte de faible inflation sous-jacente l'aient emporté, plaidant pour le maintien des taux directeurs à leur faible niveau actuel durant encore longtemps et entraînant donc un repli des taux longs.

Du côté des titres de dette privée, au-delà de la dégradation des notes d'un certain nombre d'entreprises, la réévaluation du risque vis-à-vis des entreprises couplée à la fuite vers la qualité (*i.e.* les titres publics) avait entraîné une augmentation très importante du coût du financement par obligation à long terme des entreprises, mouvement qui avait culminé entre novembre 2008 et avril 2009 selon les notations pour des maturités de 5 à 10 ans (graphique 14). Depuis lors, les taux longs privés ont largement baissé, mais des tensions persistent qui sont d'autant plus grandes pour les notations les moins bonnes. Ainsi, début septembre, le *spread* entre ces taux longs et le taux long public à 10 ans était identique à sa moyenne entre 2002 et mi-2007 pour les entreprises notées AAA, il était supérieur de 0,4 point pour les entreprises AA, de 0,9 point pour celles notées A et de 1,9 point pour les entreprises BBB. Les conditions de financement des entreprises sur le marché obligataire se sont donc nettement améliorées récemment, même si une prime de risque persiste. Si l'on considère que les risques étaient sous-évalués avant la crise (ce qui en a été une cause), la réévaluation actuelle des risques rend la persistance de cette prime de risque totalement justifiée, notamment pour les entreprises moins bien notées.

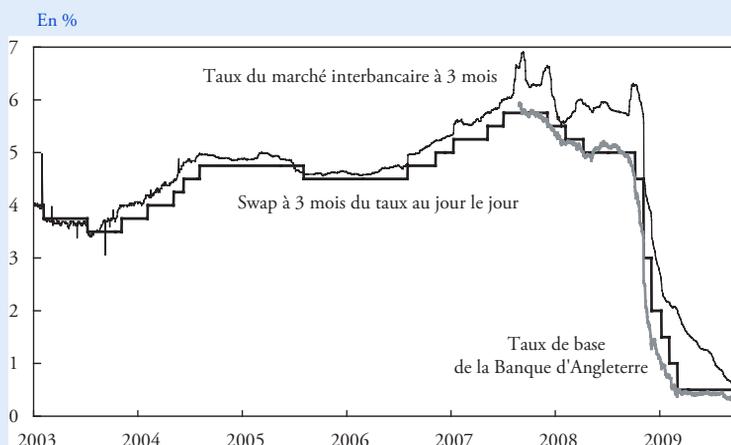
Graphique 14 : Taux longs privés

La BCE a récemment insisté sur le fait que les mesures non conventionnelles qu'elle a prises devaient être réversibles rapidement, afin de rester crédible par rapport à ses objectifs de moyen terme d'inflation. Le but était donc que les liquidités fournies puissent être retirées dès que nécessaire. C'est le cas des différentes opérations de refinancement au fur et à mesure qu'elles arrivent à échéance. La BCE parie que si la situation financière des banques s'améliore et que la confiance revient, elles solliciteront moins de liquidités et que le retour à la normale s'effectuera sans souci. Mais du fait du mode actuel d'allocations des liquidités par la BCE, ce processus n'est pas évident. Or, on saura si le marché interbancaire fonctionne de nouveau normalement seulement quand la BCE se désengagera. La question pour la BCE sera ainsi dans les prochains mois d'évaluer dans quelle mesure le marché interbancaire peut fonctionner seul à nouveau. La stratégie de sortie n'apparaît donc pas automatique tant que des liquidités seront allouées à taux fixe et de façon illimitée.

Royaume-Uni : sortie de crise accompagnée

Face à la crise bancaire et financière, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a dans un premier temps baissé son taux directeur. Le taux de base a ainsi été progressivement abaissé de 5,75 points au début décembre 2007 à 0,5 point en mars 2009 et est resté inchangé depuis (graphique 15). Les baisses successives du taux directeur n'ont cependant pas permis d'effacer totalement les tensions sur le marché interbancaire. Début mars, l'écart entre le taux du marché interbancaire à trois mois et le taux de base était encore de 1,5 %, contre 2,25 au plus fort de la crise (au début de novembre 2008).

Graphique 15 : Taux directeur et taux du marché interbancaire au Royaume-Uni

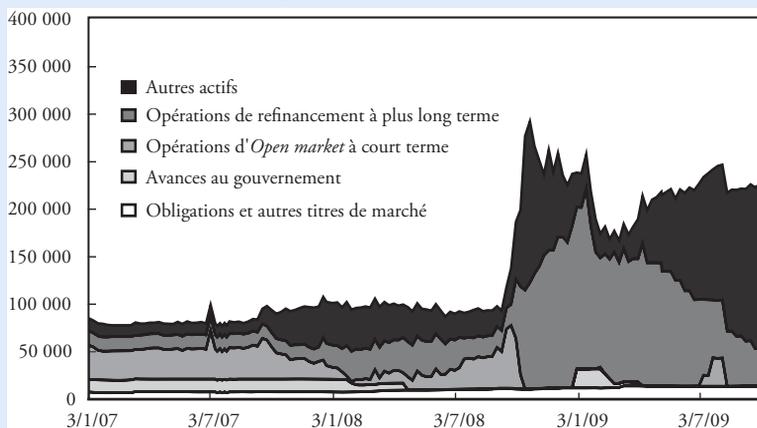


Source : Banque d'Angleterre.

Entre septembre et octobre 2008, la Banque d'Angleterre a massivement accru ses achats de titres, portant l'encours de ses actifs de 93 milliards de livres sterling début septembre à 292 milliards le 22 octobre (graphique 16). L'actif de la Banque centrale est ainsi passé en moins de deux mois de 6,5 % à près de 20 % du PIB. D'octobre 2008 à février 2009, la Banque a progressivement réduit ses achats, ramenant l'encours de ses actifs à 175 milliards de livres, soit environ 12,5 % du PIB. En janvier 2009, la Banque avait reçu l'accord du chancelier de l'Échiquier pour mettre en place un programme d'achats d'actifs (APF, *Asset Purchase Facility*), lui permettant d'acheter des titres de haute qualité financés par émission de bons du Trésor, afin d'améliorer la liquidité sur les marchés du crédit. Il était aussi envisagé que l'APF puisse être utilisé comme outil de politique monétaire, le financement devant alors se faire par création de réserves, ce qui fut décidé lors de réunion du CPM du 5 mars 2009. La Banque a initialement reçu l'accord du chancelier de l'Échiquier pour acheter jusqu'à 150 milliards de livres sterling d'actifs dans le cadre de l'APF, dont 50 au maximum d'actifs privés, actifs devant être de haute qualité. La Banque s'est d'abord donné l'objectif d'acheter 75 milliards de livres en trois mois à partir de mars. Début mai, le montant a été porté à 125 milliards de livres (à un horizon de 3 mois). Enfin, début août, le montant a été porté à 175 milliards de livres sterling (là encore à un horizon de 3 mois). La montée en charge de l'APF représente l'essentiel de la hausse de l'actif de la Banque depuis mars (elle est comptabilisée dans le poste « Autres actifs »). Les titres achetés dans le cadre de l'APF sont en fait quasiment exclusivement des titres publics.

Graphique 16 : Actif consolidé de la Banque d'Angleterre

En millions de livres sterling



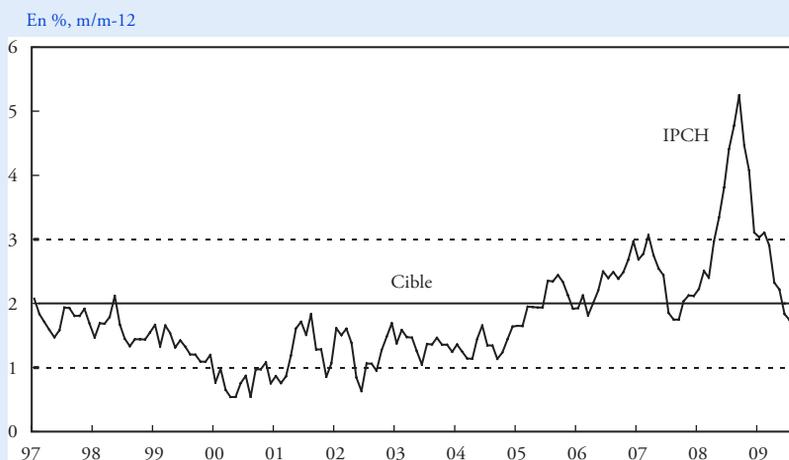
Source : Banque d'Angleterre.

Cette politique d'achats d'actifs a facilité la réduction régulière de l'écart entre le taux du marché interbancaire à trois mois et le taux de base : celui-ci n'était plus que de 0,2 point en août et pratiquement nul à la mi-septembre. En utilisant à la fois des instruments conventionnels et non conventionnels, la politique monétaire est donc parvenue à effacer les tensions sur le marché interbancaire. À l'automne 2009, les taux d'intérêt nominaux de court terme étaient donc proches de 0 %, tandis que les taux d'intérêt publics à 10 ans étaient voisins de 3,5 % soit 0,5 point au-dessus des taux allemands.

À partir du printemps 2008, le CPM a *de facto* mis entre parenthèses le maintien de l'inflation à l'intérieur de la cible d'inflation, de 2 % pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avec une marge de +1/-1 %. L'inflation a dépassé 3 % en mai 2008 et atteint 5,2 % en septembre 2008 (graphique 17). L'inflation a été soutenue par la dépréciation de la livre sterling entre l'été 2007 et mars 2009 (près de 30 % en termes de taux de change effectif réel), bien que la baisse de 2,5 points du taux normal de TVA, mise en place en décembre 2008, en ait atténué l'impact. L'ONS chiffre l'impact direct de la baisse de la TVA à 0,5 point de réduction de l'inflation. *De facto*, l'inflation est revenue à l'intérieur de la fourchette haute de la cible, soit 3 %, en mars 2009 et a continué de décélérer depuis.

L'inflation n'était plus que de 1,6 % en glissement sur un an en août 2009. Depuis le début de la crise, le PIB a chuté de 5,5 %. Les capacités de production inutilisées ont atteint un point historiquement élevé. Le taux de chômage a augmenté de 2,5 points, pour approcher 8 % au début de l'été. La progression des salaires a ralenti : la hausse des salaires nominaux n'était plus que de 1,7 % sur un an au début de l'été, contre 3,7 % un an plus tôt. La livre s'est stabilisée au premier semestre 2009. Tous ces facteurs contribuent à freiner l'inflation.

Graphique 17 : Taux d'inflation au Royaume-Uni



Source : ONS.

De l'été 2007 à mars 2009, la livre sterling a chuté de 27 % par rapport à l'euro et de 30 % par rapport au dollar américain, soit une baisse de même ampleur en termes de taux de change effectif réel (graphique 18). Cette baisse a permis d'effacer dix ans de surévaluation de la devise britannique, visible dans la dégradation ininterrompue des parts de marché à l'exportation des industriels britanniques et dans le creusement du déficit commercial (de 2 % du PIB en 1996 à près de 7 % en 2007). Les parts de marché à l'exportation se sont stabilisées en 2008 et se sont redressées au premier semestre 2009. Nous faisons l'hypothèse que le taux de change effectif réel de la livre sera *grosso modo* stable à l'horizon 2010. Mais les cours de la livre connaîtront très probablement une volatilité prononcée, dans la lignée des évolutions des derniers mois, au gré des nouvelles sur la solidité de la reprise économique britannique et à l'approche de la tenue d'élections générales (d'ici juin 2010). Ainsi, de mars à août 2009, la livre s'est appréciée de près de 7 % par rapport à l'euro et de 17 % par rapport au dollar. Le mouvement s'est inversé depuis la mi-septembre, la livre perdant en deux semaines plus de 4 % par rapport à l'euro et au dollar.

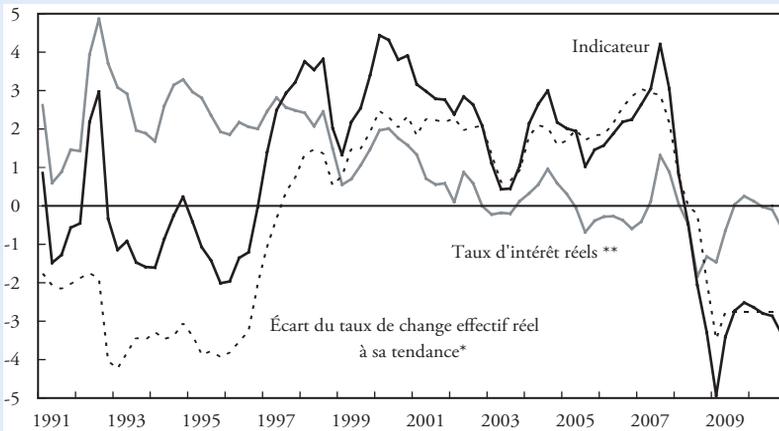
À 0,5 %, le taux directeur de la Banque d'Angleterre reste légèrement supérieur au taux neutre suggéré par une règle de Taylor : ce taux serait de 0,15 %, en intégrant une constante de 2,75 % pour refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation à 1,6 % pour une cible de 2 % et un écart de production négatif de l'ordre de 8 points. Les conditions monétaires se sont fortement assouplies depuis l'automne 2007 (graphique 19), sous le double effet de la dépréciation du taux de change et des baisses de taux d'intérêt, bien que la crise bancaire ait jusqu'à récemment réduit l'impact de cet assouplissement en resserrant les conditions de crédit sur certains segments du marché. À l'horizon 2010, les conditions monétaires ne se resserreraient que modérément.

Graphique 18 : Taux de change de la livre sterling



Sources : Banque d'Angleterre, FMI.

Graphique 19 : Conditions monétaires au Royaume-Uni



* Pondéré par son poids dans l'indicateur (0,2).

** Moyenne (taux d'intérêt public à 10 ans /taux du marché interbancaire 3 mois) – glissement annuel des prix à la consommation – croissance lissée du PIB.

Sources : OCDE, calculs et prévision OFCE.

Nos perspectives de croissance pour l'économie britannique sont celles d'une reprise modérée, qui laisserait d'importantes capacités de production inutilisées et un taux de chômage élevé. La faiblesse de la demande intérieure et la poursuite de la modération salariale continueront donc à freiner l'inflation dans les mois à venir. Sous l'hypothèse d'une quasi-stabilité du taux de change de la livre et en intégrant le

relèvement du taux normal de TVA à 17 % en janvier, l'inflation serait inférieure à 2 % en 2010. En l'absence de tensions inflationnistes, la Banque d'Angleterre laisserait son taux directeur inchangé, au moins jusqu'à l'automne, et réduirait progressivement son programme d'achats d'actifs. La politique monétaire accompagnerait la sortie de crise, sans la freiner.

Japon : un soutien actif de la politique monétaire

Le Japon a réagi face à la crise en baissant par deux fois son taux directeur, qui s'établit à 0,1 % depuis le 19 décembre 2008. La Banque du Japon (BoJ) ne souhaite cependant pas revenir à une politique monétaire de taux zéro car celle-ci perturbe le fonctionnement des marchés¹³. Le Japon connaît la récession la plus profonde des grands pays de l'OCDE avec une chute anticipée du PIB de 5,9 % en 2009 et l'indice des prix à la consommation reculait de 2,2 % en août 2009. Une telle perte d'activité aurait justifié un assouplissement beaucoup plus important de la politique monétaire, rendu impossible par le niveau initial des taux d'intérêt (0,5 %). La BoJ a donc mis en place à l'automne 2008 une série de mesures « non conventionnelles » afin de prévenir un assèchement du crédit. Elle n'a cependant pas renoué avec la politique dite « d'assouplissement quantitatif » telle qu'elle était menée entre 2001 et 2006, caractérisée par un objectif chiffré portant sur le montant du compte créditeur des institutions financières auprès de la BoJ.

Un activisme payant de la Banque du Japon

La BoJ a ainsi mis en place trois types de mesures temporaires répondant à trois objectifs. L'échéance de ces mesures a été prolongée jusqu'à fin 2009 (septembre ou décembre selon les cas). La première série de mesures visait à garantir la stabilité des marchés financiers en luttant contre une trop forte volatilité des taux d'intérêt sur le marché monétaire. La BoJ a veillé à fournir suffisamment de liquidités, et en particulier de liquidités en dollars grâce aux accords de *swaps* avec la Fed. Elle a introduit une facilité de dépôt complémentaire permettant de rémunérer au taux de 0,1 % les dépôts des institutions financières auprès de la BoJ. Elle a élargi la gamme des collatéraux éligibles aux opérations de refinancement, en acceptant depuis avril 2009 les prêts aux collectivités locales et, depuis mai, les bons du Trésor américains et autres titres publics étrangers. Enfin elle a augmenté le montant de ses achats mensuels directs de bons du Trésor japonais. Ces mesures ont permis aux *spreads* sur le marché monétaire de revenir à leur niveau de 2007 (environ 50 points de base). Ils sont par ailleurs toujours restés inférieurs à ceux observés en Europe ou aux États-Unis, du fait d'une moindre exposition du système bancaire japonais aux *subprime* et d'un activisme efficace de la BoJ.

13. Lorsque le taux directeur est à zéro, les banques ne sont pas incitées à placer leurs liquidités sur le marché interbancaire et la Banque centrale devient le seul pourvoyeur de liquidités.

Une deuxième série de mesures visait à faciliter le financement des entreprises. L'enquête Tankan sur l'offre de financement des banques montrait en effet que l'attitude des institutions financières envers les grandes entreprises s'était particulièrement dégradée : de +13 au troisième trimestre 2008 à -17 début 2009¹⁴. Ce durcissement de l'accès au crédit s'accompagnait de difficultés à émettre des obligations entreprises, en particulier pour les entreprises les moins bien notées. La BoJ a donc réagi en élargissant la gamme des obligations privées acceptées comme collatéral lors de ses opérations de prise en pension (titres notés BBB au minimum contre A précédemment). Elle achète également directement des obligations privées et du papier commercial, s'exposant au risque de crédit des entreprises. Elle a enfin accru la fréquence et l'ampleur de ses opérations de prise en pension de papier commercial. Les conditions semblent s'assouplir depuis le début de l'année : l'enquête Tankan citée ci-dessus est revenue à -4 au troisième trimestre contre -17 en début d'année. Le crédit bancaire est resté dynamique depuis le début de la crise, mais ce dynamisme cachait une diminution de l'encours d'obligations d'entreprises et de papier commercial.

La troisième série de mesures cherche à assurer la stabilité du système financier. Pour limiter la dégradation des fonds propres des banques liée à la chute des marchés boursiers, la BoJ a tout d'abord suspendu ses ventes d'actions (octobre 2008) puis entamé un nouveau programme de rachat d'actions détenues par les banques (février 2009). Puis en mars 2009, elle a décidé d'accorder des prêts subordonnés aux banques nippones dans le but de renforcer leur capital.

À la suite de ces opérations, le bilan de la BoJ a sensiblement augmenté fin 2008 (10 % en glissement annuel) pour atteindre 120 trillions de yen, puis s'est dégonflé légèrement à partir du mois d'avril, reflétant une baisse des tensions sur les marchés financiers. Les niveaux atteints par l'actif de la BoJ en 2009 restent loin du record de 155 trillions de yen atteint en 2005 lors de la précédente période d'assouplissement quantitatif.

Le taux de change du yen peut-il se déprécier ?

Le taux de change du yen a connu une très vive appréciation (30 % en taux de change nominal) entre août 2008 et janvier 2009, due au débouclage des opérations de *carry trade*. Le yen fait aussi office de valeur refuge en temps de crise (pays créditeur sur l'extérieur, absence de risques inflationnistes). Le yen s'est ensuite déprécié de 10 % entre janvier et juin 2009, mais la tendance est aujourd'hui de nouveau à l'appréciation de la monnaie nipponne. Ce niveau de taux de change pèse beaucoup sur les exportateurs japonais qui ont vu leurs marges fondre en 2009. Le Japon ayant conservé malgré la crise un excédent commercial, seule la reprise des opérations de *carry trade* permettrait au yen de perdre de la valeur. Trois conditions sont nécessaires à la reprise de ces opérations : *i*) un différentiel marqué de taux

14. Ce chiffre reflète le pourcentage de répondants qui jugent l'attitude des banques « accommodante » moins le pourcentage de ceux qui la juge « sévère ».

d'intérêt entre le yen et les autres monnaies, ce qui n'est plus le cas depuis l'assouplissement brutal des politiques monétaires dans le monde, *ii*) une faible volatilité des taux de change, point sur lequel on note une amélioration depuis juin 2009, *iii*) l'anticipation d'une appréciation modérée du yen. Actuellement, le dollar a supplanté le yen en tant que monnaie empruntée pour les opérations de *carry trade*, sans doute parce que les marchés anticipent plutôt une dépréciation du dollar que du yen. Un durcissement des conditions monétaires aux États-Unis mettrait fin aux opérations de *carry trade* sur le dollar et ouvrirait la voie à une reprise de ces opérations sur le yen. Ceci à condition bien sûr que les taux d'intérêt au Japon restent très bas, ce qui est très probable étant données les perspectives d'inflation.