

ÉTUDE SPÉCIALE

## Politique monétaire : actions concertées \*

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

*Face à l'amplification de la crise financière, à la forte dégradation des indicateurs conjoncturels dans la sphère réelle et à la frilosité persistante des banques à fournir du crédit, les banques centrales des grands pays industrialisés ont dans un premier temps utilisé les instruments conventionnels de gestion de la politique monétaire. Au début 2009, la stratégie de baisse des taux directeurs a atteint ses limites. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les taux directeurs sont proches de 0. Avec un taux directeur à 1,25 %, la Banque centrale européenne dispose encore d'une faible marge de manœuvre.*

*Face au blocage des marchés interbancaires, les grandes banques centrales ont dû progressivement innover en mettant en place des procédures non conventionnelles d'interventions pour injecter directement les liquidités nécessaires au refinancement du secteur bancaire.*

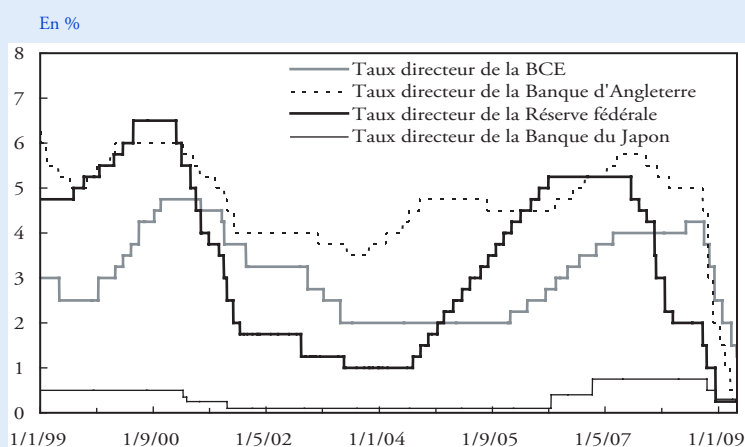
*À l'horizon 2010, sous nos hypothèses de très faible croissance et inflation, les taux directeurs resteront proches de 0 dans les grands pays industriels. Les banques centrales continueront à faciliter les conditions de financement sur les marchés du crédit.*

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

■ Département analyse et prévision

Si, dans un premier temps, la réaction des grandes banques centrales s'est focalisée sur les outils conventionnels de gestion de la politique monétaire, la nécessité de recourir à d'autres moyens d'interventions pour alléger les tensions sur les marchés financiers et relancer le crédit est apparue très vite. Au début 2009, la stratégie de baisse des taux directeurs a atteint ses limites. Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, les taux directeurs sont proches de 0. Dans la zone euro, il est à 1,25 %, laissant une étroite marge de manœuvre à la Banque centrale européenne (BCE) (graphique 1).

Graphique 1 : Taux directeurs des banques centrales

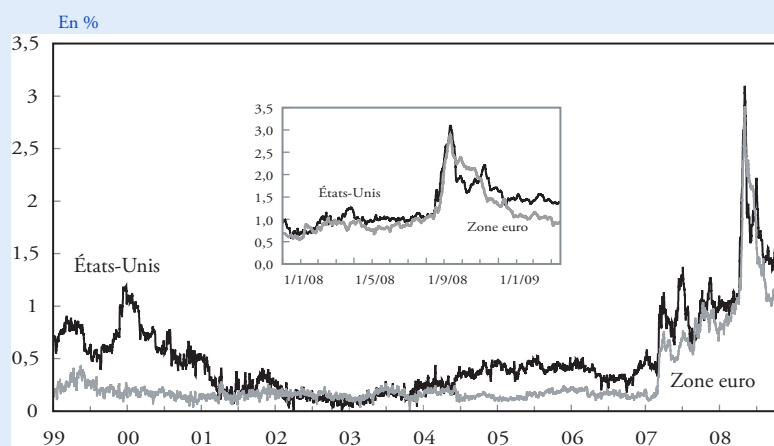


Sources : Réserve fédérale, BCE, Banque du Japon, Banque d'Angleterre.

Dès lors, face au blocage des marchés interbancaires, les grandes banques centrales ont dû innover en mettant en place des procédures non conventionnelles d'interventions pour injecter directement les liquidités nécessaires au refinancement du secteur bancaire. La BCE a bénéficié de son cadre d'intervention plus moderne, puisque plus récent, pour s'adapter. Ces dernières n'ont toutefois pas encore permis de restaurer la confiance entre les banques, puisque l'écart entre le taux interbancaire à un an et le taux des obligations publiques à un an persiste. Dans la zone euro, cet écart, de 0,9 point à la mi-avril s'est toutefois plus réduit qu'aux États-Unis, où il est encore de 1,4 point (graphique 2). Le bilan des banques centrales a fortement augmenté avec, à leur actif, des collatéraux de moins bonne qualité que les titres sans risques, et au passif une extension des facilités de prêts à court ou très court terme illustrée par la croissance des réserves détenues par les banques. Au début 2009, l'actif total de la BCE totalisait 19,5 % du PIB de la zone euro ; celui de la Réserve fédérale (Fed) seulement 14,8 % du PIB américain. Mais l'effort d'injection de liquidités a été plus marqué aux États-Unis, puisque le bilan a progressé de 120 %

aux États-Unis et de 50 % dans la zone euro depuis le milieu de l'année 2007. Pourtant, la transmission de la politique monétaire demeure problématique, comme en témoigne la baisse des multiplicateurs de la base monétaire depuis l'automne 2008<sup>1</sup>. Aux États-Unis, le décrochage est historique et met en lumière la relative inefficacité de la réaction massive des autorités monétaires.

**Graphique 2 : Spread entre le taux interbancaire à 1 an et un actif sans risque liquide aux États-Unis et dans la zone euro**



*Note :* Pour les États-Unis, il s'agit de l'écart entre le LIBOR à 1 an et les bons du Trésor à 1 an. Pour la zone euro, il s'agit de l'écart entre l'euribor à 1 an et une obligation publique à 1 an (moyenne entre la France et l'Allemagne)

*Sources :* Réserve fédérale, BCE, Datastream.

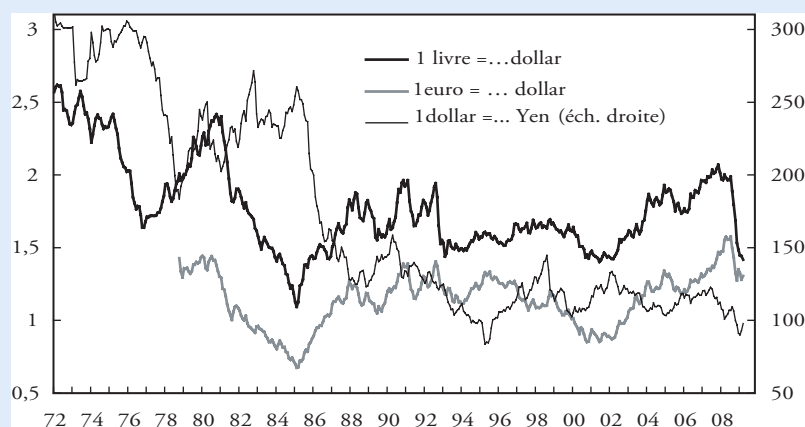
La poursuite des tensions financières combinée à un marché des actifs qui continue de baisser risque d'attiser des tensions déflationnistes dans l'économie mondiale. Pour lutter contre ce risque, la Réserve fédérale, la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ont commencé à racheter des obligations privées et publiques, pour peser directement sur les taux longs et faciliter le financement des entreprises. Ces rachats limiteraient les risques de déflation en favorisant la relance de l'activité. La BCE n'a pas encore opté pour ce genre de mesures, même si elle les envisage et pourrait se prononcer au mois de mai sur d'éventuelles actions. Pour lutter contre la déflation, la Fed a enfin annoncé un ancrage durable à zéro de son taux objectif des *Fed Funds*.

1. Le multiplicateur de la base monétaire, qui est le ratio entre M2 (billets, dépôts et livrets) et M0 (base monétaire équivalente aux billets, réserves obligatoires et facilités de dépôt), oscillait entre 8 et 9 avant la crise, est descendu à 7 dans la zone euro début 2009, et à 5 aux États-Unis. Ceci montre que malgré les injections massives de liquidités le canal du crédit n'a pas retrouvé son fonctionnement normal et que la croissance de la base monétaire n'est qu'en partie efficace.

■ Département analyse et prévision

Dans ce contexte, les taux de change reflètent plutôt les mouvements de réallocation de portefeuille dont a bénéficié le dollar jusqu'à la fin 2008, au détriment de l'euro (graphique 3). La livre sterling a baissé de près de 30 % face à l'euro et au dollar du début de la crise à la fin 2008. Depuis, les taux de change sont stables. Dans les pays émergents, les monnaies ont aussi décroché par rapport au dollar en 2008 malgré l'accumulation des réserves de change et une situation économique initiale plutôt favorable. Le risque de déstabilisation financière dans ces régions déjà entrées en récession, et plus largement le risque d'amplifier l'instabilité du système financier international explique largement les décisions prises au G20 d'accorder 1 100 milliards de dollars supplémentaires de ressources au FMI pour tenter de contenir les crises.

Graphique 3 : Taux de change des principales devises



Source : Global Insight.

## États-Unis : innovations

Malgré l'action et le pragmatisme de la Réserve fédérale (Fed) depuis l'été 2007, la situation sur les marchés financiers reste tendue. La multiplication des actions de la Fed, en coordination étroite avec le Trésor pour stabiliser les marchés financiers et relancer le marché du crédit tarde à porter ses fruits. Simultanément à la baisse du taux objectif des fonds fédéraux (*Fed funds*), tous les moyens sont mis en œuvre pour injecter des liquidités et rassurer les investisseurs opérant sur les marchés financiers, des moyens les plus classiques aux programmes les plus innovants.

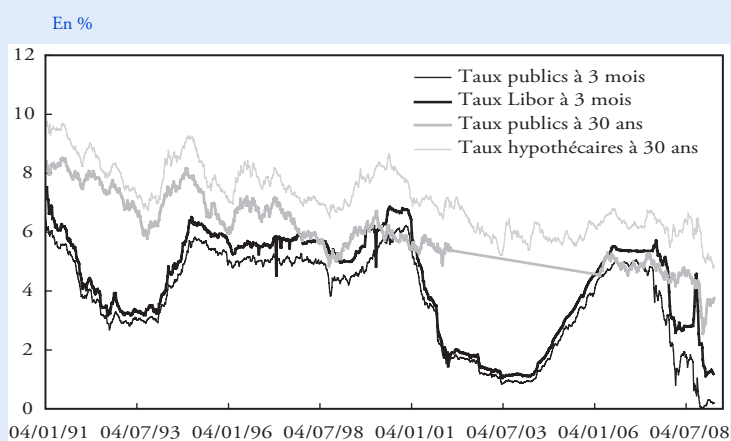
## Les taux des *Fed funds* ne peuvent plus baisser

La dernière baisse du taux d'intérêt objectif sur les fonds fédéraux, intervenue le 16 décembre 2008 vient clore la phase de détente engagée le 19 septembre 2007, au moment du déclenchement de la crise financière. Parti de 5,25 %, le taux objectif des *Fed funds* est désormais compris dans une fourchette de 0 à 0,25 %. Jamais au cours des crises passées, le mouvement baissier n'a été aussi rapide et aussi ample, et ce malgré la pause entre avril et septembre 2008. Aujourd'hui, néanmoins, la politique traditionnelle de détente monétaire par les taux de l'*Open Market* menée par la Réserve fédérale atteint ses limites.

Le FOMC a indiqué dans son rapport du 18 mars dernier qu'étant données les mauvaises conditions économiques, le taux objectif des *Fed funds* devrait être maintenu à des niveaux exceptionnellement bas pendant une période prolongée (« *for an extended period* »).

À en juger ce qu'implique une règle de Taylor estimée sur données américaines, une politique monétaire neutre supposerait que les taux deviennent fortement négatifs en 2009. Compte tenu de l'écart négatif entre le PIB et son potentiel au quatrième trimestre 2008 (de 2,6 points selon le potentiel fourni par l'OCDE et de 4,3 points selon celui du CBO), d'un creusement attendu dans les prochains trimestres (la croissance effective devrait rester durablement inférieure à la croissance potentielle donnée à 2,3 % en 2010 par l'OCDE et 2 % par le CBO) et de perspectives d'inflation très en-deçà de l'inflation de moyen terme, le taux des *Fed funds* devrait descendre jusqu'à -6/-7 %. En retenant comme variables d'inflation, l'inflation sous-jacente qui exclut donc l'effet ponctuel de la baisse du prix des matières premières, le taux devrait être ramené vers -3 %.

Graphique 4 : Taux d'intérêt américains



Source : Réserve fédérale.

## ■ Département analyse et prévision

Ceci n'est évidemment pas possible. Il faudrait de plus que la baisse des taux décidée par les autorités monétaires se transmette à l'ensemble des marchés financiers de court, moyen et long termes. Or, si la baisse du taux des *Fed funds* s'accompagne d'un mouvement identique sur le marché des titres courts publics, les autres marchés financiers maintiennent une prime de risque supérieure à la normale, reflet de la défiance vis-à-vis des actifs utilisés comme collatéraux par les banques. Les taux sur les bons du Trésor à trois mois sont autour de 0,2-0,3 % depuis décembre et les taux publics à 30 ans ont baissé d'un point, jusqu'à 4,2 % mi-novembre, avant de chuter à 2,6 % fin décembre et de remonter à 3,7 % en avril (graphique 4). Mais le marché interbancaire maintient une prime de risque supérieure à la situation d'avant la crise financière. Depuis le début de l'année, le Libor à trois mois se maintient aux alentours de 100 points de base au-dessus du taux des bons du Trésor de même maturité. C'est mieux qu'en octobre 2008 quand le *spread* avait culminé à 400 points de base. Néanmoins, le *spread* reste au-dessus de sa moyenne d'avant la crise de l'ordre de 50 points de base. Simultanément, les taux longs hypothécaires n'ont commencé à se détendre véritablement qu'à partir de fin novembre.

## Des facilités de crédits à la création monétaire

Au-delà de la baisse des taux directeurs, la détente monétaire enregistrée sur les marchés financiers est obtenue grâce à la politique d'injection de liquidités destinée à soutenir le marché du crédit. L'analyse du bilan de la Réserve fédérale permet d'avoir une vision synthétique des différentes politiques pour assurer la stabilité financière. Plusieurs périodes se dégagent.

La première commence à l'été 2007 et s'achève au moment où, après la faillite de Lehmann Brothers, le risque de rupture du système financier est à son maximum. Pendant cette période, la Réserve fédérale intervient en allongeant la maturité des crédits (jusqu'à quatre-vingt-dix jours) et surtout en acceptant une liste plus large de collatéraux que celle acceptée traditionnellement sur le marché de l'*Open market*. Dans cette logique, le lancement le 12 décembre 2007 de la *Term Auction Facility Credit* (TAF), facilité de crédit destinée à l'ensemble des institutions de dépôts qui ne peuvent se financer sur le marché interbancaire prend une place croissante dans l'actif de la Réserve fédérale (graphique 5). Pendant toute cette période, le volume de l'actif reste inchangé car la vente de titres publics est compensée par le dépôt de titres moins bien notés mais la qualité de l'actif se dégrade (*qualitative easing*).

La deuxième période s'étend de septembre 2008 à février 2009. Elle se démarque de la période précédente par la forte expansion du bilan de la Réserve fédérale. Celui-ci passe de 961,7 milliards de dollars le 10 septembre 2008 à 2 268,3 milliards le 24 décembre. Tout d'abord, pour faciliter le refinancement des banques étrangères opérant sur le territoire américain et n'ayant pas accès aux facilités de crédit de la Réserve fédérale, des accords de *swaps* de devises sont signés entre la Fed et d'autres banques centrales. Ces accords, reconduits jusqu'à octobre 2009, sont passés de 62 milliards mi-septembre à 582 milliards mi-décembre. Simultanément, la Fed accroît considérablement ses interventions auprès des institutions financières

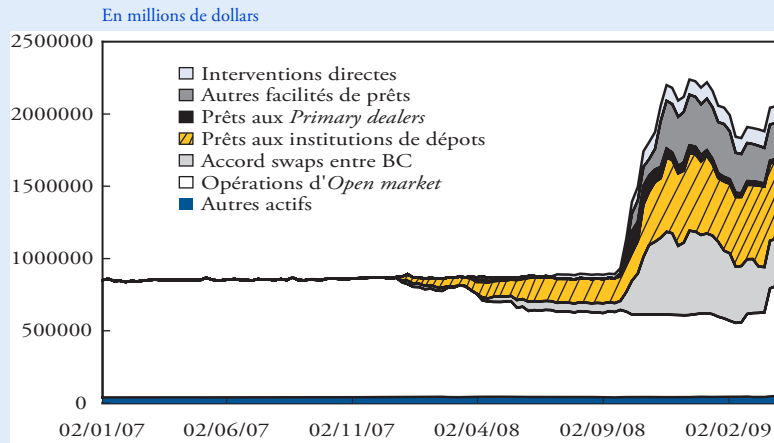
américaines – les TAF passent de 150 milliards en octobre 2008 à 450 milliards trois mois plus tard – ainsi que des émetteurs de *commercial papers* pour éviter le *credit crunch*. Enfin, les opérations au jour le jour auprès des *primary dealers* (*Primary Dealer Credit Facility*) se développent rapidement. Par ailleurs, les interventions directes de la Réserve fédérale et du Trésor auprès des établissements en liquidation ou en cours de restructuration (Bear Stearns, AIG, Citigroup, Bank of America,...) *via* notamment le TARP, atteignent leur maximum. L'actif de la Réserve fédérale est également gonflé par le rachat des obligations de dettes à court terme émises par Fannie Mae, Freddie Mac and the Federal Home Loan Banks.

Enfin, une nouvelle période s'est ouverte en février dernier avec l'adoption de nouvelles mesures de stabilisation qui visent à contrer les risques croissants de déflation. Après la phase de relâchement du crédit à court et très court terme, la Fed se lance désormais dans une stratégie d'achat des titres à long terme de la dette publique par de la création monétaire. Ce plan, développé dans le *Financial Stability Plan* présenté le 10 février 2009 et détaillé le 18 mars par le Secrétaire au Trésor, prévoit d'acheter pour 300 milliards de dollars de titres de dette du Trésor de maturité de deux à dix ans au cours des six prochains mois. Les achats ont commencé le 25 mars 2009. En injectant des liquidités dans l'économie, les autorités monétaires visent à détendre les conditions d'emprunts bancaires et obligataires qui se sont durcies depuis le début de l'année. Entre le 2 janvier et le 13 février, les taux longs publics ont augmenté de 0,7 point. Or, bien que les taux hypothécaires n'aient jusqu'alors pas suivi le mouvement, une remontée des taux longs rendrait plus difficile le refinancement et la restructuration des prêts immobiliers. Après une année 2008 où les émissions ont été en moyenne trois fois moins importantes qu'en 2006 ou 2007 (quatre fois dans le secteur financier), les émissions de titres obligataires s'accroissent depuis novembre 2008. D'une moyenne de 30 milliards de dollars par mois entre juillet et octobre, elles atteignent en février 92,2 milliards et sont principalement issues du secteur non financier (64,9 milliards de dollars sur ce mois). Simultanément, les taux se sont resserrés sensiblement.

La hausse des titres détenus à l'actif de la Banque s'accompagne symétriquement d'une augmentation des réserves que les banques détiennent auprès des banques fédérales, ainsi que des dépôts détenus principalement par le Trésor américain dans un compte général où transitent ses opérations courantes, et surtout un compte de financement supplémentaire (*Supplementary Financing Account*) où le Trésor place le produit de la vente de ses titres à court terme (graphique 6). Pour autant, toutes ces opérations destinées à stabiliser les marchés financiers et réalimenter le canal du crédit ont relativement peu d'effets sur l'économie. Le canal du crédit ne fonctionne pas. L'effondrement du rapport entre la masse monétaire M2 et la base monétaire M0 depuis l'automne 2008 illustre parfaitement cette situation (graphique 7). De même, les nouveaux crédits contractés par les ménages et les entreprises auprès des banques baissent depuis la fin 2008. Seuls ceux destinés au secteur public explosent depuis le troisième trimestre, et ce n'est pas fini.

■ Département analyse et prévision

**Graphique 5 : Actif de la Réserve fédérale**



*Explications de la légende* :- Interventions directes de la Réserve fédérale et du Trésor auprès d'établissements en cours de liquidation ou de restructuration.

- Autres facilités de prêts : principalement par des interventions sur le marché des billets de trésorerie (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)).

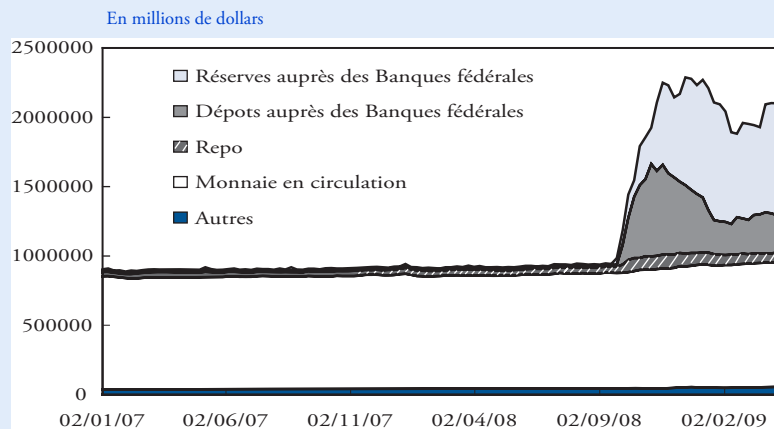
- Prêts aux *primary dealers* : principalement la Primary Dealer Credit Facility (PDCF). Ne sont pas inclus les échanges de titres avec la Fed car cela n'influe pas sur le montant des réserves.

- Prêts aux institutions de dépôts : inclus les *primary credit, secondary credit et seasonal credits*, et la *Term Auction Facility (TAF)*.

- Opérations d'*Open Market* : inclus les achats et ventes de bons du Trésor ainsi que le programme d'achat de titres MBS émis par Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks et des MBS garantis par Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae.

Source : Réserve fédérale.

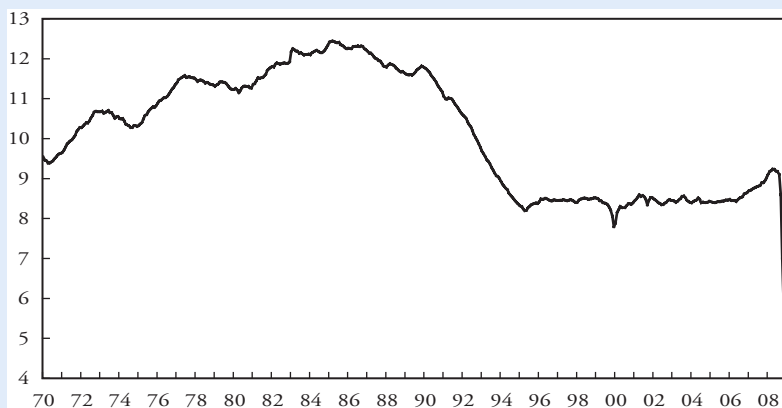
**Graphique 6 : Passif de la Réserve fédérale**



Source : Réserve fédérale.

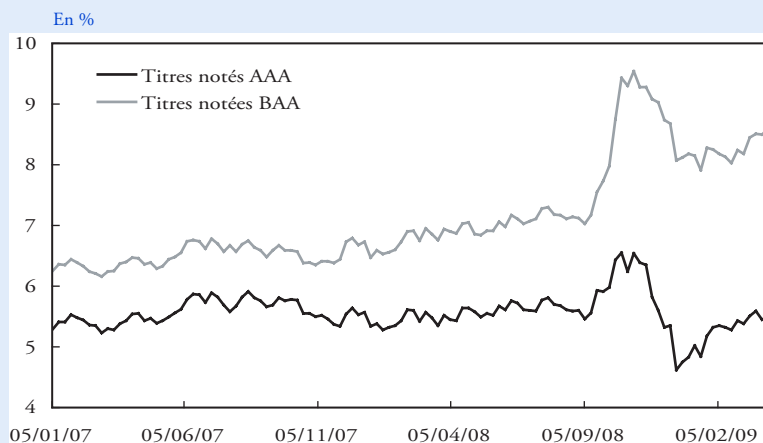


**Graphique 7 : Multiplicateur de la base monétaire aux États-Unis**



Source : Réserve fédérale.

**Graphique 8 : Taux longs privés américains**



Source : Réserve fédérale.

### Le dernier va-tout des autorités américaines

Cette politique ne serait pas complète si en parallèle n'était pas mené un plan de grande envergure visant à neutraliser les problèmes à la source. Sur la base du *Financial Stability Plan* présenté le 10 février 2009, le secrétaire au Trésor américain a donné les détails du plan de sauvetage des banques destiné à nettoyer le bilan des banques et relancer le marché du crédit.

Le plan repose sur plusieurs programmes recouvrant à la fois le marché de l'immobilier, le marché du crédit et la gestion des actifs des banques :

## ■ Département analyse et prévision

À travers le *Homeowner Affordability and Financial Program*, la Réserve fédérale prévoit d'augmenter de 100 milliards l'achat de titres émis par les GSE, pour un total de 200 milliards et de 750 milliards de dollars les achats de titres MBS garantis par les GSE, portant l'encours à 1 250 milliards. Ce programme permettra le refinancement de prêts hypothécaires et la baisse des mensualités pour 7 à 9 millions de ménages propriétaires en difficulté.

L'achat de 300 milliards de dollars d'obligations du Trésor sur les six prochains mois vise à faire baisser les taux d'intérêt à long terme

La Réserve fédérale offre de nouvelles facilités de prêts à travers le *Term Asset Backed Securities Loan Facility* (TALF) pour faciliter la reprise du marché de la titrisation sur les crédits accordés aux ménages et aux petites entreprises. Elle accepte à son actif des collatéraux de moins bonne qualité. Ce programme baptisé *Consumer and Business initiative Lending* dispose d'une enveloppe de 200 milliards de dollars qui devrait augmenter à 1 000 milliards.

Un programme de recapitalisation des banques en échange d'actions préférentielles convertibles est prévu par la Fed dans le cadre du CAP (Capital assistance Program) pour les banques les plus vulnérables. Un *stress test* permet de tester la résistance des dix-neuf plus grandes banques à un contexte encore plus dégradé et de cerner les actifs toxiques du bilan des banques.

Mais c'est surtout le programme d'assainissement du bilan des banques qui apparaît comme le plus important. Basé sur le partenariat privé-public, le *Private Public Initiative Plan* (PPIP) vise à absorber pour 500 milliards d'actifs risqués à court terme et jusqu'à 1000 milliards si besoin. L'État met entre 75 et 100 milliards de dollars, qui sont prélevés sur les fonds du TARP et offre sa garantie aux investisseurs privés. Le programme est chargé de créer un fonds d'investissement mixte associant l'état et des fonds d'investissement (fonds spéculatifs, fonds de pension, assurances,..) pour gérer les créances douteuses (*legacy loans*) détenues directement par les banques. Ces fonds pourront faire appel à l'endettement (avec garantie du FDIC) à hauteur de six fois la valeur du capital. Par ailleurs, des mises aux enchères de pools d'actifs structurés risqués (*legacy securities*) seront organisées par le FDIC. Les racheteurs les mieux disant (au total, cinq gestionnaires seront sélectionnés) auront alors accès au PPIP et devront donc assurer le contrôle de la gestion à la liquidation.

## Zone euro : recours aux armes non conventionnelles ?

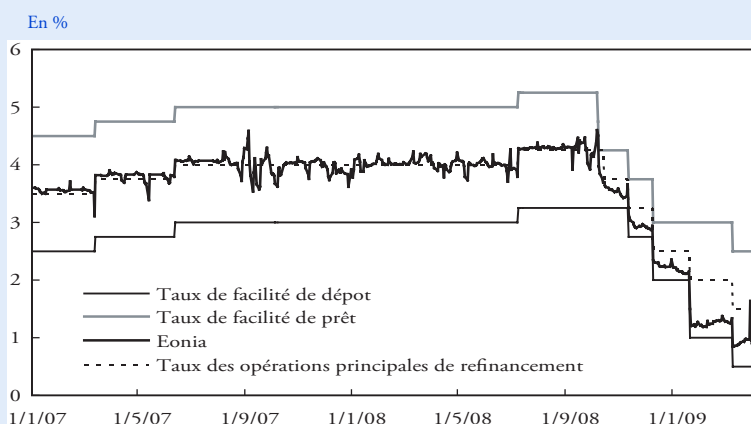
Depuis le pic de 4,25 % de l'été 2008, la BCE a réduit six fois son taux directeur (taux appliqué aux principales opérations de refinancement) portant la baisse totale à 3 points de pourcentage. À la mi-avril 2009, ce taux était ainsi de 1,25 % (graphique 9). Ces décisions s'appuient sur des révisions successives à la baisse des prévisions tant de croissance que d'inflation. Ainsi, les prévisions de mars 2009 de la BCE tablent désormais sur un recul du PIB de 2,7 % en 2009 et une croissance

nulle en 2010, tandis que l'inflation serait très faible ces deux années (0,4 % et 1 % respectivement).

Si le *timing* et l'ampleur des baisses apparaissent bien timides dans la zone euro par rapport aux réactions de la Réserve fédérale (une réduction des taux directeurs de plus de 5 points de pourcentage entamée dès septembre 2007), c'est que le diagnostic de la BCE est moins négatif. La BCE écarte par exemple les risques de déflation, soulignant que la désinflation actuelle (0,6 % de hausse des prix à la consommation sur un an en mars 2009) est due aux effets de base des prix énergétiques et des matières premières et non à des pressions déflationnistes.

Après avoir réduit en octobre 2008 le corridor constitué par les taux des facilités permanentes (de dépôt et de prêt marginal) de 200 points de base à 100 points autour du taux principal de refinancement pour réduire le coût de détention des liquidités<sup>2</sup>, ce dernier a été rétabli mi-janvier après la fin de la première période de constitution des réserves de 2009. À la mi-avril 2009, le taux de facilité de dépôt (qui borne inférieurement le taux interbancaire au jour le jour) était de 0,25 % et celui de facilité de prêts marginal atteignait 2,25 %. Le président de la BCE a estimé que le taux de facilité de dépôt était à un plancher et que si de nouvelles baisses du taux directeur devaient intervenir, le corridor serait probablement de nouveau réduit pour que le taux de facilités de dépôt reste supérieur à zéro. En effet, en temps normal, les différentes opérations de refinancement de la BCE visent à maintenir le taux interbancaire au jour le jour proche du taux directeur.

**Graphique 9 : Principaux taux dans la zone euro**



Sources : BCE, Datainsight.

2. Il s'agit de l'écart entre le taux moyen des opérations principales de refinancement et le taux de facilité de dépôt qui atteignait 170 points de base début octobre 2008, avant de baisser à 50 points de base à la mi-octobre et de revenir à 100 points de base depuis la mi-janvier 2009.

## ■ Département analyse et prévision

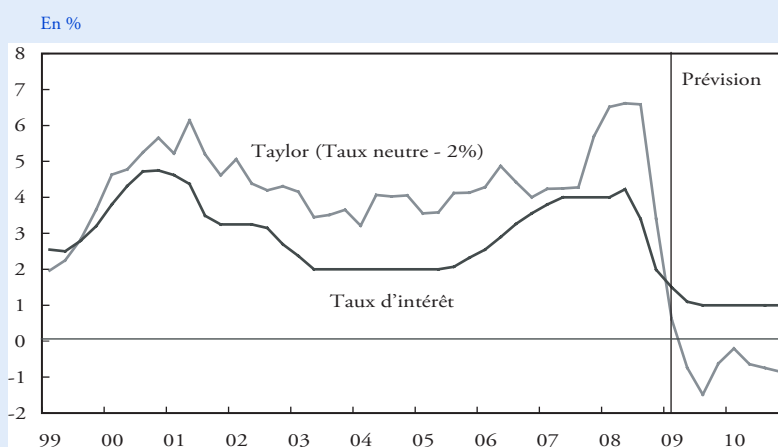
Or, depuis novembre 2008, le taux au jour le jour a décroché du taux directeur pour se caler sur le taux des facilités de dépôt, rendant la BCE plus attentive à l'évolution de ce taux des facilités de dépôt.

### Taux bloqué au plancher

Selon la règle de Taylor, le taux directeur devrait descendre encore jusqu'à -0,9 point à la fin 2010 (graphique 10). La baisse du taux d'intérêt par cette règle provient essentiellement de la croissance fortement négative en 2009 (-2,5 % en glissement annuel) et encore inférieure à son potentiel en 2010 (0,4 %). Cette prévision d'un taux d'intérêt négatif à partir du deuxième trimestre 2009 n'est bien sûr pas réalisable, les taux d'intérêt nominaux ayant un plancher à zéro. Mais cela montre la nécessité de recourir à des armes monétaires non conventionnelles pour faire face aux évolutions anticipées de la conjoncture.

En prévision, après la réduction de 0,25 point déjà décidée en avril, nous ne retenons qu'une seule autre baisse de 0,25 point en mai. Pour se garder des marges de manœuvre en cas de chocs supplémentaires, la BCE a en effet décidé de ne pas suivre la règle sur la période récente et semble s'être fixé un plancher à 1 % au cycle actuel de baisses de taux.

**Graphique 10 : Règle de Taylor pour la zone euro**



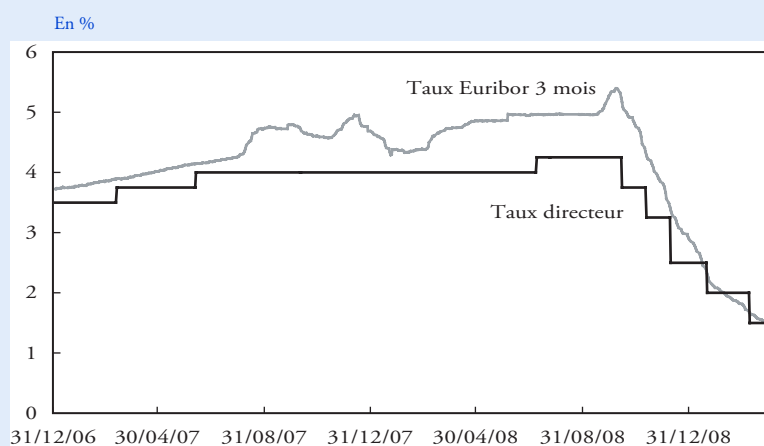
Sources : BCE, calculs et prévision OFCE avril 2009.

### État du marché interbancaire

Face au blocage du marché interbancaire, la BCE a procédé en octobre 2008 à plusieurs changements pour assurer une liquidité suffisante au secteur bancaire. Les opérations principales de refinancement (à sept jours) sont attribuées à taux fixe et pour des montants illimités (et non plus à taux variables *via* un système d'enchères). La même procédure est réalisée au moins une fois par mois pour toutes les maturités

plus longues (un, trois et six mois). La BCE injecte également des dollars selon une procédure similaire (à taux fixe et pour des montants illimités). Enfin, elle a réduit les contraintes pour qu'un actif soit éligible comme collatéral : un actif ne doit plus être noté que BBB- au lieu de A- ; s'il est émis dans la zone euro, il peut être libellé en dollars, livres sterling ou yen. Toutefois, elle ne va pas aussi loin encore que la Fed ou la Banque d'Angleterre qui achètent des titres longs pour influencer sur le coût du financement à long terme des agents non financiers. Finalement, en fournissant de façon abondante de la liquidité aux banques, la BCE est parvenue à ramener le taux euribor à trois mois à proximité du taux directeur (graphique 11), contrairement à ce qu'on observe aux États-Unis. Cependant, le marché interbancaire ne fonctionne pas encore normalement, comme en témoigne le *spread* entre l'eonia et le taux directeur qui se maintient depuis plusieurs mois.

**Graphique 11 : Taux directeur et taux à 3 mois dans la zone euro**



Source : Datainsight.

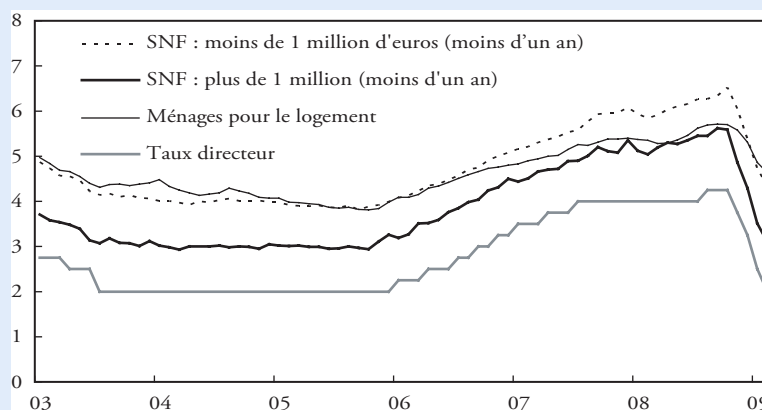
### Quelle transmission aux taux débiteurs des agents non financiers ?

La baisse des taux directeurs a mordu assez rapidement et amplement sur les taux pratiqués par les banques sur les nouveaux prêts aux entreprises (qui se financent principalement à court terme, graphique 12). Pour les forts montants (plus d'un million d'euros), l'écart au taux directeur est revenu à son niveau habituel de 1 point de pourcentage. Pour les petits montants (moins d'un millions d'euros), l'écart reste 1 point de pourcentage plus haut qu'à la mi-2007. La transmission a également été moins nette sur les taux pour les prêts à l'habitat, mais ceux-ci sont en majorité à taux fixes (pour 60 % des nouveaux prêts) et donc plus en phase avec l'évolution des taux longs. Dans ce dernier cas, ce ne sont donc plus les taux interbancaires à court terme que la BCE doit influencer mais bien les taux à long terme pour favoriser le financement de l'économie (*cf. infra*).

■ Département analyse et prévision

**Graphique 12 : Taux bancaires débiteurs et taux directeur de la BCE**

En %



Source : BCE (bulletin mensuel).

### Structure et évolution du bilan de la BCE

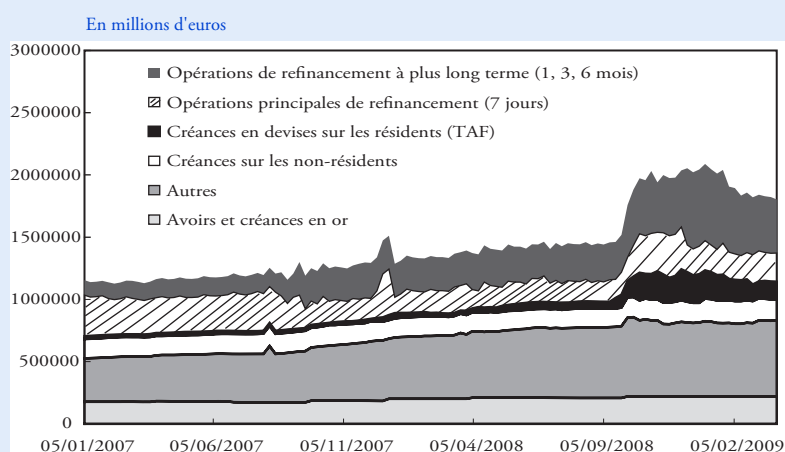
Après la hausse temporaire et limitée du bilan de la BCE fin 2007, au moment de la clôture des comptes des banques pour 2007, le total des actifs de la BCE avait peu augmenté (graphique 13). Seule la maturité des opérations de financement qui s'était allongée depuis la mi-2007 demeurait (les opérations de refinancement à plus long terme – un à six mois – augmentant au détriment des principales opérations de refinancement – à sept jours). À partir d'octobre 2008, toutes les opérations de refinancement ont augmenté, ainsi que les créances en devises sur les résidents (essentiellement en dollars<sup>3</sup>, mais aussi plus récemment en francs suisses). Depuis la mi-janvier, le bilan s'est un peu dégonflé, mais le total des actifs représentait encore fin mars presque 20 % du PIB de la zone euro, contre 13 % avant le début des hostilités d'août 2007.

Cette augmentation de l'actif s'est traduite au passif du bilan de la BCE par une légère hausse des billets en circulation, mais surtout des facilités de dépôt et des engagements envers les non-résidents (graphique 14). Les banques ont ainsi placé auprès de la BCE au taux d'intérêt de la facilité de dépôt une grande partie des liquidités obtenues *via* les différentes opérations de refinancement. Malgré tout, l'écart entre les liquidités fournies aux banques et les facilités de dépôt a augmenté d'environ 150 milliards d'euros, somme qui a donc réellement été injectée dans le

3. Depuis la mi-décembre 2007, la Fed a mis en place avec d'autres banques centrales, dont la BCE, des opérations de *swap* de change. Le but est de permettre à la BCE de refinancer en dollars des banques européennes (à des échéances de 7 à 84 jours) ayant des filiales ou des fonds aux États-Unis et qui ne peuvent plus se refinancer sur le marché interbancaire américain ni faire appel à la Fed, cette dernière n'étant pas autorisée à prêter à des banques étrangères. La BCE a décidé en décembre 2008 de reconduire ce type d'opérations.

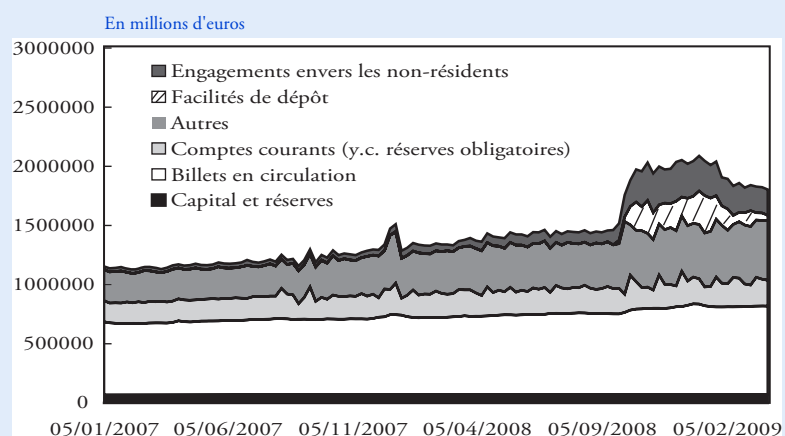
système financier pour soutenir l'économie, et pas seulement pour sécuriser les bilans des banques.

**Graphique 13 : Actif de la BCE**



Source : BCE (bulletin mensuel).

**Graphique 14 : Passif de la BCE**



Source : BCE (bulletin mensuel).

### Comment faire baisser les taux longs ?

Généralement, la baisse des taux directeurs se répercute sur les taux courts, les taux longs publics et les taux longs privés. Actuellement, en raison des primes de risque, la transmission est moindre : la BCE fournit donc des liquidités aux banques

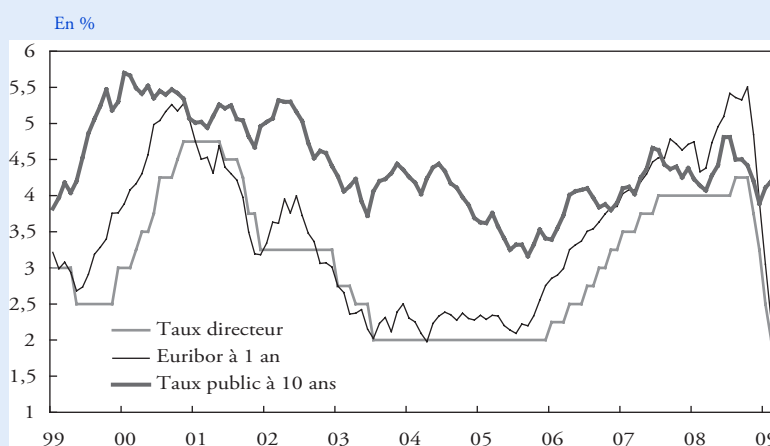
### ■ Département analyse et prévision

pour influencer sur les taux courts (Euribor). Des projets de rachat par la BCE de titres d'Etat ou de dette privée ont été évoqués pour pousser à la baisse les taux longs publics et privés.

En ce qui concerne les titres d'État, avec les programmes de relance, d'importantes émissions de titres de dette publique ont eu lieu, le risque étant une abondance d'offre par rapport à la demande, et donc une baisse des prix et une hausse des taux sur ces obligations. À cet élément s'ajoute la dégradation de la notation de plusieurs pays européens qui a entraîné une hausse des *spreads* entre les taux allemands et les taux publics de plusieurs pays (Irlande, Grèce...). Les taux longs publics sont d'ailleurs remontés dans la zone euro en début d'année 2009 (graphique 15). Du côté des titres de dette privée, la méfiance vis-à-vis des sociétés non financières, associée à la dégradation des notes d'un certain nombre d'entreprises, ont entraîné une augmentation du coût du financement par obligation à long terme des entreprises (graphique 16). Si la tension est un peu retombée pour les entreprises notées AAA et AA, ce n'est pas le cas pour celles notées A et BBB pour des maturités de cinq à dix ans, ainsi que celles dont la note a été dégradée.

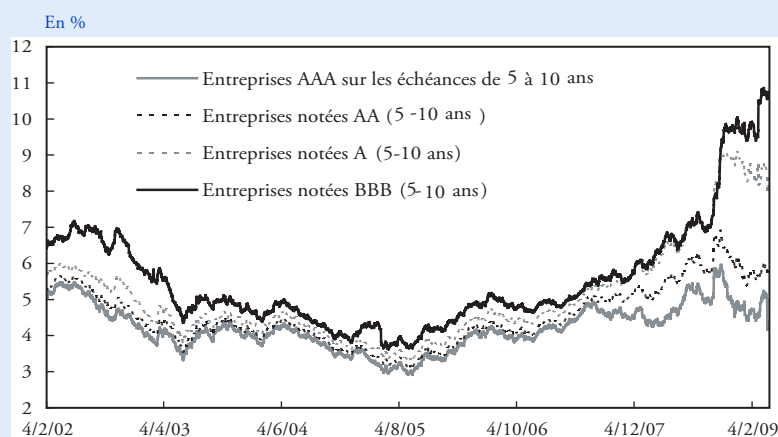
Outre une probable baisse des taux directeurs, la BCE devrait discuter en mai d'éventuelles mesures « non conventionnelles » pour soutenir le financement de l'économie. Mais le rachat par la BCE d'obligations se heurte à plusieurs problèmes pratiques, l'un des plus importants étant la diversité des moyens de financement entre entreprises de pays différents au sein de la zone euro. Une solution envisagée par la BCE consisterait à fournir des liquidités à chaque banque centrale nationale, qui déciderait alors quel type de titre acheter.

**Graphique 15 : Taux d'intérêts de la zone euro**



Source : Datastream.



**Graphique 16 : Taux longs privés dans la zone euro**

Source : Datastream.

## Royaume-Uni : un soutien sans limites

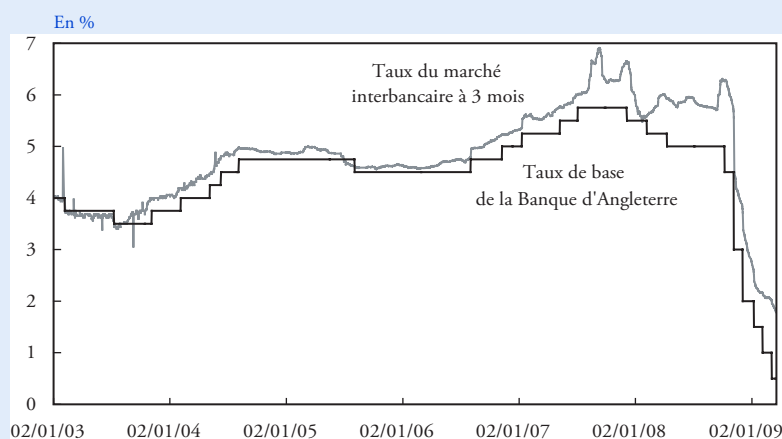
Face à l'amplification de la crise financière, à la forte dégradation des indicateurs conjoncturels dans la sphère réelle et à la frilosité persistante des banques à fournir du crédit, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a baissé le taux de base lors de chacune de ses réunions mensuelles d'octobre à mars derniers : de 5 % à 4,5 % en octobre, 3 % en novembre, 2 % en décembre, 1,5 % en janvier, 1 % en février et enfin 0,5 % en mars, soit une baisse de 4 points en cinq mois. Ces baisses spectaculaires n'ont pas permis de ramener un fonctionnement normal sur le marché interbancaire : le taux interbancaire à trois mois était proche de 1,6 % au début du mois d'avril, soit 1,1 point au dessus du taux de base (graphique 17), signe que les banques continuaient à ne pas se faire confiance pour se prêter les unes aux autres.

La Banque d'Angleterre ne peut désormais guère plus baisser son taux directeur pour soutenir l'activité. Aussi, afin d'améliorer les conditions de financement de l'économie, la Banque a annoncé le 6 février un changement de conduite de la politique monétaire : la Banque continuera à fixer le taux de base, mais à partir du 6 mars achètera aussi des actifs privés et publics. La Banque a reçu l'accord du chancelier de l'Échiquier pour acheter jusqu'à 150 milliards de livres sterling d'actifs, dont 50 au maximum d'actifs privés, actifs devant être de haute qualité. La Banque s'est donné l'objectif d'acheter 75 milliards de livres en trois mois à partir de mars. Au 9 avril, elle déclarait avoir acheté 26 milliards de livres d'actifs.

Cette intervention non conventionnelle a trois intérêts : la banque se donne la possibilité de jouer sur le niveau des taux longs si ceux-ci avaient la velléité de

■ Département analyse et prévision

**Graphique 17 : Taux directeur et taux du marché interbancaire au Royaume-Uni**



Source : Banque d'Angleterre.

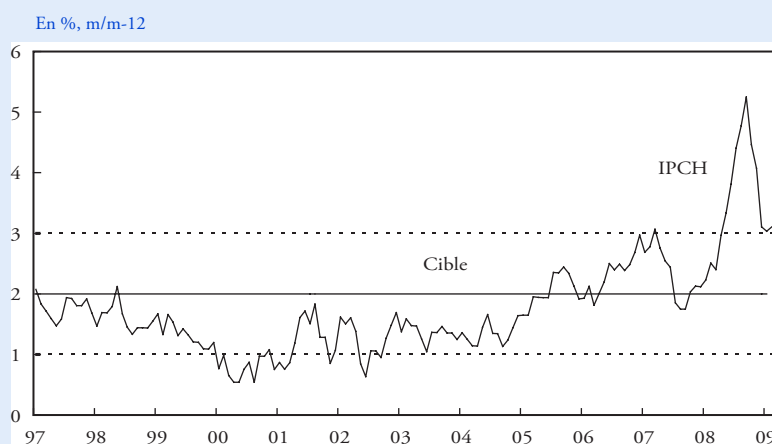
remonter ; elle garantit que le Trésor trouvera tout le financement dont il peut avoir besoin ; enfin, la banque peut remplacer les banques privées si celles-ci ont de la réticence à financer tel ou tel secteur d'activité. La banque conforte donc la politique budgétaire du gouvernement et indique clairement aux marchés que le crédit sera disponible. En sens inverse, ces mesures peuvent inquiéter les marchés. De fait les taux longs publics restent bas au Royaume-Uni, un peu inférieurs à 3,5 % pour les taux à dix ans.

Depuis presque un an, la Banque d'Angleterre a mis de côté le respect de sa cible d'inflation à court terme. L'inflation est restée supérieure au haut de la fourchette de la cible de la politique monétaire – cible de 2 % en termes d'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) avec une marge de +/-1%, depuis mai 2008 (graphique 18). Après avoir atteint 5,2 % en septembre dernier, l'inflation s'est rapprochée de la limite supérieure de 3 % en début d'année, mais elle était encore de 3,2 % sur un an en février.

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 19). Avec des importations représentant environ 25 % du PIB, l'impact d'une baisse du taux de change de 30 % totalement répercutée sur les prix importés serait de 7,5 points. En fait, lors d'une dépréciation, les importateurs réduisent leurs marges et ne répercutent que très progressivement la variation du taux de change. Jusqu'à l'été dernier la chute de la livre s'ajoutait à celle des prix de l'énergie pour pousser l'inflation à la hausse. La chute de 70 % des prix du pétrole en dollars depuis l'été 2008 est donc particulièrement bienvenue pour freiner l'inflation importée.

Le ralentissement de l'inflation reflète pour partie celui des prix des matières premières ainsi que la baisse de 2,5 points du taux normal de TVA entrée en vigueur au 1<sup>er</sup> décembre 2008. L'ONS a estimé à un point de pourcentage l'impact de cette baisse sur l'inflation en décembre.

**Graphique 18 : Inflation au Royaume-Uni**



Source : ONS.

Le dépassement de l'inflation de la fourchette haute de 3 % a conduit le gouverneur de la Banque d'Angleterre à envoyer plusieurs lettres ouvertes au chancelier de l'Échiquier pour expliquer pourquoi la cible d'inflation était dépassée et comment la Banque allait agir pour ramener l'inflation dans sa cible. La Banque d'Angleterre considère que les pressions déflationnistes liées à la chute de la demande l'emporteront dans les prochains mois sur l'accélération de l'inflation importée et que l'inflation risque de passer nettement en dessous de 2 %.

La baisse de la livre permet par ailleurs aux exportateurs de retrouver une position compétitive plus soutenable et de recommencer à gagner des parts de marché après des années de taux de change surévalué. Malheureusement, cette situation favorable en termes de compétitivité-prix intervient au pire moment en ce qui concerne la demande sur les marchés extérieurs, dont la chute sera un frein majeur à la hausse des exportations britanniques à l'horizon 2010.

Le taux de base est inférieur au taux neutre suggéré par une règle de Taylor : ce taux serait proche de 3 %, en intégrant une constante de 2,75 % pour refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 3,2 % pour une cible de 2 % et un écart de production négatif de l'ordre de 7 points. La Banque considère que la baisse de l'inflation est déjà en route. Les conditions monétaires se sont franchement assouplies depuis l'automne 2007 (graphique 20), bien que la crise bancaire ait

■ Département analyse et prévision

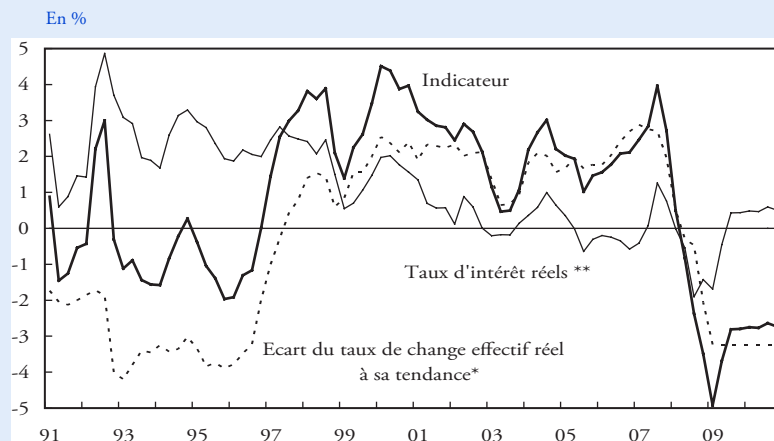
réduit l'impact de cet assouplissement en resserrant les conditions de crédit sur certains segments du marché.

**Graphique 19 : Taux de change de la livre sterling**



Sources : Banque d'Angleterre, FMI.

**Graphique 20 : 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 avril 2009.

À l'horizon 2010, les perspectives de croissance sont médiocres. Les indicateurs conjoncturels suggèrent une chute du PIB d'au moins 1,6 % au premier trimestre 2009 suivie de 1 % au deuxième. La croissance baisserait encore au second semestre. La chute cumulée du PIB serait de 5,5 points en six trimestres. En moyenne annuelle, le PIB baisserait de 4,2 % cette année, soit la plus forte baisse depuis la Seconde Guerre mondiale, et de 0,4 % l'an prochain. L'économie britannique reprendrait le chemin de la croissance à partir du début 2010, mais à un rythme très faible.

Les ménages poursuivront le processus de désendettement amorcé au début 2008 : leur taux d'endettement, après avoir atteint un niveau record de 1,69 fois leur revenu annuel début 2008, s'établissait à 1,62 au dernier trimestre 2008. La baisse des prix de l'immobilier s'est stabilisée à 16 % en glissement sur un an (selon l'indice Halifax) depuis le début de l'année et resterait de cet ordre au cours des prochains mois. Ceci conduira à la poursuite de la baisse des crédits hypothécaires des ménages.

La livre s'est stabilisée par rapport à l'euro et au dollar depuis le début de l'année et nous faisons l'hypothèse qu'elle restera stable à ce bas niveau à l'horizon de notre prévision. La stabilisation de la livre, le maintien de prix de l'énergie à de bas niveaux, conjugués à la chute d'activité et à une remontée rapide du taux de chômage freinant la progression des salaires, se traduiraient par un ralentissement de l'inflation autour de 1 % à l'horizon du début 2010. La banque d'Angleterre laisserait son taux de base inchangé à 0,5 % tant que les conditions du retour de la croissance ne seraient pas assurées.

## Japon : le retour de l'assouplissement quantitatif

Dans un contexte économique très déprimé – le PIB a chuté de 3,2 % au quatrième trimestre 2008 et l'économie japonaise menace de renouer avec la déflation en 2009 – la Banque du Japon accompagne la politique budgétaire expansionniste du gouvernement en prenant des mesures variées d'assouplissement monétaire. Elle a tout d'abord baissé à deux reprises son taux directeur (le 31 octobre et le 19 décembre 2008) pour le ramener de 0,5 % à 0,1 %.

Elle a aussi mis en place un dispositif temporaire permettant d'assouplir les conditions de refinancement des banques et de soutenir les marchés. Ce soutien s'avérait crucial avant la clôture de l'exercice fiscal 2008 (au 31 mars 2009), période pendant laquelle les besoins en trésorerie des entreprises augmentent. Le dispositif repose sur quatre points :

— L'élargissement de la gamme des titres acceptés en garantie des opérations de refinancement : la Banque du Japon accepte désormais les titres de dette privée de qualité moyenne, notés BBB ou plus contre A auparavant.

### ■ Département analyse et prévision

— La mise en place d'un nouveau guichet auquel les établissements de crédit peuvent contracter un emprunt d'une durée de trois mois au taux directeur (0,1%), et ce contre garantie. Cette facilité permettrait à la Banque du Japon d'injecter 3 000 milliards de yen (25 milliards d'euros) dans l'économie.

— Le rachat de titres détenus par les établissements de crédits. D'une part, elle acquerrait des *commercial papers* (CP) et *asset backed commercial papers* (ABCP) émis par des entreprises notées A1 ou plus, pour un montant de 3 000 milliards de yen (25 milliards d'euros), et d'autre part elle achèterait à titre temporaire et pour un montant maximal de 1 000 milliards de yen (8,6 milliards d'euros) des obligations émises par des entreprises notées A ou plus.

— Enfin, la Banque du Japon reprendrait son programme de rachat d'actions détenues par les établissements financiers afin d'éviter que ceux-ci ne soient trop exposés à la baisse des marchés. Les montants engagés ne dépasseraient pas 1 000 milliards de yen (8,6 milliards d'euros).

Après avoir paré à l'urgence qu'exigeait la panique des marchés à la suite de la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre, la Banque du Japon risque de se trouver à nouveau confrontée à la situation de trappe à liquidité qui prévalait au tournant du troisième millénaire (de 1999 à 2002). Avec la récession la plus profonde de l'après-guerre attendue en 2009, les prix des matières premières revenus à des niveaux très bas et un yen qui s'est fortement apprécié à la suite du débouclage des opérations de *carry trade*, toutes les conditions sont réunies pour que le Japon connaisse à nouveau une sérieuse déflation dans les trimestres à venir. La question de la politique monétaire à adopter pour ancrer à la hausse les anticipations d'inflation se poserait donc à nouveau. L'adoption d'une cible de niveau des prix plutôt qu'une cible d'inflation pourrait constituer une option intéressante, mais que la Banque du Japon s'est jusqu'à présent toujours refusée d'envisager.