
MESURES NON-CONVENTIONNELLES DES POLITIQUES MONETAIRES EN PERIODES DE CRISES : REACTIONS DES BANQUES CENTRALES DE L'OCDE -une perspective d'analyse-

Yahia BOUTEFNOUCHET

Université de Bourgogne-Franche-Comté

France

Université de Fribourg

Faculté des sciences économiques et sociales

SUISSE

Yahia.boutefnouchet@unifr.ch

ABSTRACT

Monetary policies as they were known had to face, in 2008, the most extensive crisis in history. The evolution of this crisis was characterized by the introduction of new concepts and procedures. It must be said that the subprimes have changed the global monetary panorama. In a climate of uncertainty and loss of confidence, many banking or financial institutions ended up doing activities for which they were not primarily focused, acting on market they have not acceded before. Facing the subprime crisis, central banks adopted different behaviours. Thus, the transition to new measures was not a choice, but an obligation imposed by the necessity and emergency of the crisis, particularly when the usual monetary policy measures proved to be inefficient.

Keywords: monetary policies, crises, central banks

Jel classification code:E52, E58

INTRODUCTION

Si la politique monétaire est l'ensemble des règlements destinés à agir sur les conditions de financement dans l'économie, elle unifie les règles et les comportements adoptés par la banque centrale et les différentes institutions de crédit afin d'atteindre ses objectifs. Dans la plupart des pays, la principale préoccupation du banquier central est de parvenir à stabiliser les prix. Même si dans d'autres, les banques centrales sont mandatées à poursuivre d'autres objectifs, tels que le plein emploi, la stabilité financière nationale ou encore l'équilibre de la balance courante. La priorité de stabilisation des prix reste, malgré tout, politiquement soutenue par rapport aux autres objectifs de la banque centrale. (Loayza, 2002, Artus, 2010)

Néanmoins, « pour une politique monétaire aboutie, il n'est pas autant question de contrôle du taux de refinancement quotidien, que de prévision de la manière avec laquelle les taux d'intérêt, le niveau d'inflation et les revenus sont susceptibles d'évoluer durant les années à venir » - Michael Woodford Sellon Jr.

La crise qui déstabilise l'économie mondiale depuis 2007, partant du marché des titres adossés aux crédits hypothécaires américains, perturbe, à des degrés variables selon les pays, ce fonctionnement standard des canaux de transmission, obligeant les banques centrales à y adapter leur façon de piloter la politique monétaire.

Cette crise a fortement détérioré les bilans des banques commerciales. Ceci a entraîné un processus de désendettement compulsif, ce qui a par conséquent conduit les banques à rationner leurs offres de crédits alors même que les banques centrales cherchaient à assouplir les conditions de leurs politiques monétaires. Les taux en vigueur sur les marchés interbancaires, comme sur les marchés des titres privés, incorporent aujourd'hui des primes de risque élevées qui contrarient les effets des

baisses des taux directeurs. Cette dégradation rapide de la conjoncture économique a requis des baisses des taux directeurs d'une telle ampleur que, dans de nombreux pays, le taux directeur de la banque centrale a atteint, ou est proche du niveau planché de zéro, en-dessous duquel il ne peut aller. Dans ce contexte, les voies traditionnelles par lesquelles les banques centrales peuvent induire une baisse du taux d'intérêt réel au moyen et long termes paraissent très largement dépassées. Cette situation peut devenir encore plus problématique si l'intensification de la récession entraîne des anticipations de baisse prolongée du niveau des prix, la désinflation temporaire se transforme alors en une situation de déflation persistante, c'est-à-dire de baisse généralisée, prolongée et auto-entretenu du niveau des prix des biens et services.

En effet, si l'inflation anticipée est négative, le taux d'intérêt réel est positif même si le taux nominal correspondant est nul. Dès lors, si le taux réel d'équilibre dit « *naturel* » de l'économie est lui-même très faible, voire négatif, le taux réel effectif peut être trop élevé et décourager l'investissement. (Loiseil et Mésonnier, 2009)

L'engagement des banques centrales dans de nouvelles mesures de leurs politiques monétaires dites non-conventionnelles par la modification de la taille et de la composition de leurs bilans démontre l'étendu et la complexité de cette situation de crise. Toutefois, les réactions des banques centrales face à ce déséquilibre n'ont pas été homogènes compte tenu du contexte économique et politique des différents environnements monétaires. Ceci a suscité la mise en place de certaines mesures adaptées à chaque situation, loin des mécanismes habituels des politiques monétaires dites conventionnelles.

Nous allons essayer dans une première section d'exposer le fonctionnement des politiques monétaires des banques centrales en temps normal. Afin de cerner les composantes de ces politiques et de pouvoir en constater l'aspect particulier durant la période de crise. Ensuite, nous dresserons une discussion comparative des mesures non-conventionnelles des deux côté de l'atlantique à savoir celles des Etats-Unis et de la Zone Euro (ZE). Ceci nous permettra de mettre l'accent sur la nature hétérogène de ces mesures afin d'appuyer notre point de vue quant à l'invalidité de l'hypothèse d'unification des plans de sortie de la crise actuelle.

Dynamique Conventionnelle Du Taux D'intérêt

Lorsque les prix nominaux ne manifestent pas un degré de réactivité suffisant à s'aligner avec les directives d'une politique économique nationale ou supranationale, les fluctuations des taux d'intérêt nominaux se traduisent par des fluctuations des taux d'intérêt réels. Les entreprises, trouvant que les coûts d'emprunts réels ont augmenté, réduisent leurs dépenses d'investissement (Ireland, 2006). Ainsi, la banque centrale a toujours recours à son taux directeur pour indiquer la tendance générale de sa politique monétaire. Toutefois, son contrôle du taux directeur n'est pas absolu, contrairement à ce qui a été longtemps soutenu. La décision d'une banque centrale du niveau du taux d'intérêt n'a pas de répercussions directes sur les conditions financières affectant les comportements d'investissement ou de consommation.

La banque centrale a bien la possibilité de faire varier les taux d'intérêt à très court terme puisqu'elle maîtrise la fourniture de liquidité sur le marché monétaire. Les banques commerciales sont en effet amenées à détenir une partie de cette liquidité pour deux raisons principales : (1) la réglementation en vigueur sous forme de réserves obligatoires ; et (2) afin d'assurer les transactions interbancaires, ainsi que pour faire face aux mouvements de retrait de liquidité ou des opérations de change.

Les voies traditionnelles par lesquelles les banques centrales peuvent induire une baisse du taux d'intérêt réel de moyen ou long terme paraissent assez largement inopérantes. Cette situation peut devenir encore plus problématique si l'intensification de la récession entraîne des anticipations de baisse prolongée du niveau des prix, la désinflation temporaire se muant alors en une situation de déflation, c'est-à-dire de baisse généralisée, prolongée et auto-entretenu du niveau des prix des biens et services. En effet, si l'inflation anticipée est négative, le taux d'intérêt réel est positif même si le taux nominal correspondant est nul. Dès lors, si le taux réel d'équilibre ou « *naturel* » de l'économie

est lui-même très faible, voire négatif, le taux réel effectif peut être trop élevé et décourager l'investissement.

les taux d'intérêt réels (r), pas les taux d'intérêt nominaux (i), sont ce qui importe surtout pour, par exemple, la demande globale. En période de récession profonde, les autorités monétaires peuvent avoir besoin de pousser les taux réels en territoire négatif :

$$r = i - \pi \quad (1)$$

Mais une fois le niveau nul atteint, la banque centrale ne peut pas forcer plus loin vers le bas, ce qui laisse (r) "coincé" à un niveau ($-\pi$) qui est petit ou peut-être même positif. Dans tous les cas, une fois $i = 0$, la politique monétaire conventionnelle est à cours de solutions.

Ce qui demeure intéressant à souligner c'est la portée d'une politique de taux courts et son impact sur les conditions financières à long terme. Ces conditions sont interconnectées, et si nous prenons l'exemple d'obligations d'Etat et de titres hypothécaires, il est évident que ces deux produits ont des similarités en termes de taux d'intérêt, mais la différence se situe du côté du risque de défaut ou de paiement anticipé du second produit. De ce fait, les taux courts peuvent influencer les taux longs d'une certaine manière, puisque les investisseurs font un choix entre détenir une obligation, ou effectuer une série de placements à court terme qui s'étendent sur la durée de vie l'obligation. Les préférences entre les deux cas dépendent du taux de rendement espéré dans chaque situation.

Les taux longs qui constituent les conditions financières ne sont, donc, pas entièrement dépendants des taux d'intervention appliqués par la banque centrale, mais par les perspectives futures des investisseurs sur les marchés financiers. Les conditions financières s'illustrent à travers les taux sur les titres hypothécaires, ceux des crédits à la consommation et des obligations privées ou publiques, sur lesquelles la banque centrale n'a pas de contrôle direct.

Elles sont encourageantes ou restrictives car elles influencent certaines décisions : acquisition d'immeubles et permis de construction, équipement automobile et d'investissement pour les ménages et les entreprises selon la diversité des prêts à disposition. Les conditions financières dépendent le plus souvent des prêts à long terme que les politiques monétaires conventionnelles ne peuvent influencer qu'indirectement.

Cependant, l'outil conventionnel des banques centrales a fait preuve d'une grande défaillance face à la crise mettant en doute la perspective d'unification des mesures à prendre afin d'identifier le moment opportun pour mettre en place les plans de retrait de ces mesures non-conventionnelles.

Afin de parvenir à ce fragment des marchés, les banques centrales ont recours à leurs capacités de communication en déployant une politique de pilotage appelée aussi « *Forward Guidance*¹ » en communiquant des informations sur les perspectives futures de sa politique monétaire et pouvoir ainsi anticiper le comportement des agents sur les marchés financiers. D'après Aaron et al. (2004), l'écart perçu entre les marchés financiers Américain et leurs homologues Européens en termes de diversification, d'efficience et de titrisation n'a pas cessé de s'accroître depuis le début des années 1990'. Par conséquent, l'impact qu'a le taux directeur de la politique monétaire de la Fed (Federal Reserve²) sur les taux d'emprunts longs est plus étendu, et plus rapide à percevoir. A priori, l'évolution des structures financières joue un rôle primordial dans le contrôle des fluctuations et l'amortissement des chocs financiers (Otmar, 2006).

D'un autre côté, une politique monétaire expansionniste conduit à une réduction des taux d'intérêts réels longs, qui affecte à son tour les investissements des entreprises, les investissements immobiliers, et les dépenses des consommateurs en biens durables. Le changement observé au niveau de la demande globale a une répercussion sur le PIB et le niveau général des prix.

¹ Voir : (Bastidon, 2016, Campbell, 2012)

² Banque centrale des Etats-Unis

L'implémentation de la politique monétaire se fait à travers la fixation d'un objectif pour le taux d'intérêt à court terme (Sellon2004).

Lorsque le levier ne fonctionne plus

A croire le point de vue conventionnel, les banquiers centraux profitent d'un effet de levier de leurs taux d'intérêt à court terme afin d'influencer le coût du capital et, par conséquent, les dépenses en biens durables tel que l'immobilier et les biens de consommation durables. En retour, le changement dans la demande globale affecte le niveau de production. Sauf qu'en général, les études empiriques qui traitent de la "*sensibilité des dépenses globales aux taux d'intérêt*" ont eu des difficultés à souligner un effet quantitatif significatif de la variable néo-classique du "*coût du capital*"¹.

En déployant des politiques monétaires accommodantes, et afin de relancer la croissance économique à travers l'impact du taux d'intérêt à court terme sur les conditions de l'économie réelle comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les banques centrales peuvent se retrouver avec des taux d'intérêts très proches de -voir égal à- zéro. Les comités de politiques monétaires, habitués à décrire leurs plans d'action en termes de niveau du taux d'intérêt nominal à court terme, doivent, dans ce cas, trouver des moyens efficaces de mener et de communiquer les perspectives de leurs politiques lorsque ce taux est presque nul. Les très bas niveau des taux d'intérêt au Japon, en Suisse et aux États-Unis au cours des années 1999 - 2000 ont stimulé beaucoup de recherches intéressantes sur cette question et ont conduit certaines banques centrales à apporter des changements à leurs modes de fonctionnement et stratégies de communication (Bernanke and Reinhart, 2004).

Quand le taux directeur atteint le niveau zéro. Par définition, il ne peut plus baisser car les taux d'intérêt ne peuvent être négatifs. Cette situation est particulièrement pénalisante si l'inflation anticipée est négative. La banque centrale perd alors la possibilité d'influencer, par son taux directeur, les taux réels. Ceux-ci peuvent alors devenir très élevés, et croissants, contribuant au déclenchement d'une spirale déflationniste. Même si le taux directeur n'est pas nul, la banque centrale peut très bien se retrouver dans l'impossibilité de faire baisser les taux d'intérêt.

En temps normal, la présence d'un supplément de monnaie dans l'économie donne lieu à des opérations d'achat de titres, ce qui fait baisser les taux d'intérêt. Toutefois, ce mécanisme ne manifesterait pas le même degré d'efficacité si le rendement des titres devient très faible ou leur détention trop risquée. Face à cette situation, les agents économiques préfèrent détenir et conserver de la liquidité, ainsi, le prix des titres n'augmente plus et les taux d'intérêt ne baissent plus.

Alors que la crise financière s'est intensifiée, les réactions des banques centrales ont été sans précédent en termes de vitesse et de portée des mesures de leurs politiques monétaires. En plus de l'abandon de leur principal outil traditionnel, les principales banques centrales ont pris plus de risques que d'habitude. En réponse à la crise, les banques centrales ont abaissé leurs taux de manière agressive dans la plupart des cas à des niveaux proches de, où égal à zéro. Cette mesure a éloigné les banques centrales de leur principal champ d'intervention, celui du marché interbancaire. De ce fait, et afin de retrouver le dynamisme nécessaire à la gestion de leurs marchés, les banques centrales des pays de l'OCDE ont identifié des voies alternatives au taux directeur.

Celle du crédit est considérée non-pas comme une alternative indépendante du canal de transmission initial, mais plutôt comme un ensemble de facteurs contribuant à amplifier les effets du canal des taux d'intérêt. Le canal du crédit est, par conséquence, un mécanisme de renforcement plutôt qu'une alternative indépendante.

¹ Dans les quelques cas où une évidence pour la variable du coût du capital est démontrée, ceux sont les variables non-néoclassiques dans des modèles statistiques restreints et non-descriptifs des faits réels qui permettent de générer des résultats positifs. A voir : (Boldin, 1993)

Le canal du crédit « mécanisme de renforcement »

Tous les agents économiques, ménages ou entreprises, n'ont pas directement accès aux marchés financiers. Beaucoup dépendent du crédit bancaire. Le canal du crédit bancaire est donc important pour la transmission des directives de la politique monétaire. Ce canal est complémentaire à celui des taux d'intérêt. Ces derniers déterminent le coût des ressources que les banques se procurent sur les marchés monétaire (à court terme) ou financiers (à long terme). Ainsi, plus leurs ressources sont chères, moins les banques sont incitées à prêter et plus elles prêtent à taux élevé, la demande de crédit, dans ce cas, diminue. La politique monétaire a donc un impact à la fois sur les conditions et sur le volume du crédit distribué dans l'économie. Ces variations du volume et des conditions des prêts bancaires affectent à leur tour les dépenses d'investissement et de consommation (Clerc, 2009).

Selon leur conception du canal du crédit, Bernanke et Gertler (1995) estiment qu'à partir du moment où intervient un désajustement qui interfère avec la sphère financière, survient une fissure entre le coût des fonds recueillis à l'extérieur et le coût d'opportunité de ceux recueillis à l'intérieur de l'économie nationale. Le canal du crédit dispose un outil de mesure des réactions des économies aux chocs monétaires. Dans leur modèle basé la conception keynésienne du IS-LM¹, Bernanke et Blinder (1988) expliquent le rôle de la monnaie et du crédit dans la stimulation et le ralentissement de la demande globale. Cette conception stimule davantage de questionnements que le cadre traditionnel des canaux de transmission des mesures des politiques monétaires.

En se basant sur la théorie du canal du crédit, les effets directs de la politique monétaire sur les taux d'intérêts sont amplifiés par l'évolution dans la « *prime de financement extérieure* »². Un aperçu du sens de l'évolution de cette prime s'impose. La prime de financement extérieure est définie en grande partie par les imperfections (l'asymétrie) de l'information sur le marché bancaire. Ce degré d'incertitude conduit à un écart entre le revenu espéré par les prêteurs et les coûts auxquels vont faire face les emprunteurs potentiels. Autrement dit, un changement de la politique monétaire qui mène à augmenter ou à baisser le taux d'intérêt sur les opérations d'open market conduit à une modification de la prime de financement extérieure dans le même sens.

les premières phases d'une crise d'envergure internationale

Le contexte particulier et sans précédent de la crise financière internationale a imposé des changements aux politiques monétaires des banques centrales des pays dont les économies étaient les plus susceptibles d'encaisser les répercussions de cette crise. Ainsi, et malgré le blocage du canal du taux directeur, les banques centrales devaient continuer à faire parvenir la liquidité aux économies. Afin d'y aboutir, la question de dépasser leurs statuts ne se posait plus, et le recours à des mesures dites « *non-conventionnelles* » devenait une évidence. Les banques centrales, selon la nature et la composition constitutionnelle de leurs économies, ont modifié la taille et la composition de leurs bilans à travers l'« *assouplissement quantitatif* » ou l'assouplissement des conditions de crédit pour les banques commerciales à la liquidité.

L'assouplissement quantitatif se résume à des opérations d'achat des actifs financiers les moins fiables des banques commerciales par la banque centrale afin de disposer de la liquidité dans l'économie dans la perspective de faire repartir l'offre de crédit et stimuler la croissance. Faisant ainsi, l'objectif de ces opérations est d'influencer directement les taux d'intérêt à long terme. C'est en contraste avec la politique monétaire conventionnelle, qui se concentre sur le contrôle du taux

¹ Modèle économique qui transcrit des éléments de la théorie générale de J. M. Keynes qui permet d'établir un équilibre général entre l'investissement et l'épargne sur le marché des biens et services (IS) et l'offre et la demande de monnaie du marché monétaire (LM). Voir : (Olmo, 2015)

² La différence de coût entre les fonds recueillis à l'extérieur par l'émission d'actions ou de titres de dette à titre d'exemple, et ceux détenus à l'intérieur en retenant les bénéfices (la non-distribution de dividendes)

d'intérêt à court terme, et qui à son tour affecte les taux d'intérêt à long terme grâce à des anticipations de ce taux d'intérêt à court terme.

Cette distinction est importante car, à la limite inférieure de zéro, la banque centrale n'a pas de marge lui permettant de réduire davantage les taux d'intérêt à court terme. Contrairement au point de vue classique sur la définition du prix de la « *monnaie centrale* », les banques centrales ont cherché à atteindre cet objectif en faisant varier activement la taille de leurs bilans et donc la quantité de monnaie dans l'économie. Par conséquent, les bilans de tous les agents impliqués dans la transaction (le secteur privé non bancaire, la banque centrale et le secteur bancaire) sont affectés.

La banque centrale finance ses achats par de l'émission monétaire sous forme de réserves détenues par les banques commerciales. Elle augmente donc la taille de ses actifs afin d'équilibrer son bilan dont les passifs ont augmentés suite à l'injection de liquidité sur le marché interbancaire. Le bilan du secteur bancaire se développe aussi, et l'augmentation des avoirs en dépôts par le secteur privé non bancaire est appariée aux réserves de la banque centrale nouvellement créées. C'est cet ensemble de perturbations des bilans, précipitées par des achats d'actifs de la banque centrale, qui mène à un rééquilibrage des portefeuilles d'investissement et marque ainsi le début du mécanisme de transmission.

Toutefois, ce mécanisme n'a rien de particulier, puisque la banque centrale joue son rôle de « *banque des banques* » à travers des opérations de refinancement appelées « *opérations d'Open Market* ». Ceux ne sont, donc, pas les mesures elles-mêmes qui sont non-conventionnelles, mais les secteurs sur lesquels les banques centrales interviennent. La principale différence est que l'assouplissement quantitatif implique l'apport direct d'une quantité déterminée de monnaie par la banque centrale, plutôt que d'influencer son prix par des variations du taux directeur. D'autre part, les banques centrales ont dépassé l'achat de titres d'État à court terme, à l'image de la politique menée par la Banque du Japon entre 2001 et 2006. La Fed a ciblé les titres à long terme, tout comme les titres du secteur privé non-bancaire, particulièrement les obligations. Ceci est dû au fait que l'efficacité de l'assouplissement quantitatif dépend principalement du type de titres ciblé ainsi que de leur quantité. Les canaux par lesquels l'assouplissement quantitatif pourrait influencer le niveau des dépenses et des revenus dans l'économie se résument à trois éléments : rééquilibrage des portefeuilles d'investissement, signalisation des perspectives d'opérations d'achat, et de la liquidité par laquelle le marché interbancaire va être alimenté. Conformément à la communication de la banque centrale, la littérature se concentre sur le rééquilibrage des portefeuilles qui pourrait en résulter suite aux chocs des bilans des institutions du secteur privé non bancaire¹.

Mesures non-conventionnelles de la Réserve Fédérale des Etats-Unis

La Réserve Fédérale des Etats-Unis est l'une des banques centrales les plus indépendantes quant à la prise de décisions et le choix des mesures de sa politique monétaire. Face à la crise financière internationale, le conseil des gouverneurs a établi un programme de sauvetage aussitôt mis en place. Comme expliqué auparavant, ceci a eu un impact significatif sur la taille et la composition de son bilan. Afin de comprendre la perspective générale des mesures de sa politique non-conventionnelle, il est nécessaire d'étudier ce bilan, afin de pouvoir constater son évolution en comparant les comptes de la Fed avant, et après de déclenchement de la crise.

Evolution du bilan de la Fed

Deux principes généraux sont associés à la gestion du bilan d'une banque centrale. Tout d'abord, ceux sont les décideurs de la politique monétaire qui contrôlent sa taille. Si la Réserve

¹ Pour un descriptif détaillé des canaux de transmission des effets de l'assouplissement quantitatif, voir : (Bowdler et Amar, 2012).

fédérale le souhaite, elle peut créer des obligations pour acquérir des actifs supplémentaires. Les opérations d'open-market fonctionnent de la manière qui suit : pour acheter un titre, la Fed crée un passif de réserve, en créditant le compte de dépôt d'une banque commerciale. La banque centrale peut étendre ses engagements sans limite, bien que l'expansion des engagements permette de réduire le prix de ces engagements, qui est le taux d'intérêt. En d'autres termes, un changement dans la quantité des actifs et passifs peut influencer sur le niveau du taux d'intérêt sans risque en modifiant la quantité de réserves fournies au système bancaire.

Ensuite, la banque centrale contrôle la composition des actifs sur son bilan. Compte tenu de la quantité globale d'actifs qu'elle souhaite maintenir, la Fed peut décider si elle veut conserver des titres du Trésor, les réserves de change ou d'autres actifs. Les changements de la composition des actifs des banques centrales n'affectent pas son taux d'intérêt, mais ils ont le potentiel d'influencer les prix relatifs d'une monnaie par rapport à une autre ou d'une obligation par rapport à une autre en changeant l'ordre relative, ainsi que le choix de l'opportunité de la tenue d'un actif spécifique sur une autre. La conception de cette politique monétaire s'articule autour de trois points majeurs : (1) la manipulation de la taille du bilan et du taux d'intérêt à travers les opérations d'open market ; (2) le fractionnement des actifs sous forme de prêts aux banques commerciales ; et (3) le changement du niveau des réserves obligatoires des banques commerciales au niveau de la Fed.

Cette combinaison de mesures et de procédures durant les premières phases de la crise a eu un impact très visible sur le bilan de la Fed. Nous avons choisi de comparer ce dernier à deux moments précis, à savoir juste avant le déclenchement de crise, et plusieurs mois après. Entre le 04 juillet 2007 et le 31 décembre 2009¹, la balance des capitaux de la Fed est passé de 34,1 à 1.098,84 milliards de \$. La taille globale est, quant à elle, passée de 880,4 à 2.303,93 milliards de \$, soit une augmentation équivalente à plus de 160% de sa taille initiale. Cette augmentation signifie que les actifs de la Fed ont nettement évolué par rapport à ses passifs. Elle est principalement expliquée par une augmentation des titres de créances, ces titres que la Fed a récupérés auprès des banques commerciales afin de leur fournir la liquidité nécessaire à leur activité. Du côté du passif, ceux sont les réserves banques commerciales et à un moindre degré les billets de banque. La majeure partie de cette augmentation est justifiée par une augmentation des titres détenus par des non-résidents et le trésor public.

Même avant la crise, la quantité de monnaie en circulation était estimée à environ 2.600\$ par habitant, et considérée comme trop importante. Mais comme stipulé par le trésor américain, la moitié aux deux tiers en sont détenus par des non-résidents, (Cecchetti, 2009) au moment où il joue un rôle favorable à la politique monétaire de la Fed. Ceci démontre la coopération existante et nécessaire entre les politiques monétaire et budgétaire dans le cas des Etats-Unis. Cet élément est plus que déterminant, c'est d'ailleurs ce qui fait la différence entre une économie nationale et supranationale.

L'assouplissement quantitatif vu par la Fed

Face aux premiers signes d'une crise financière durant l'été 2007, la Fed n'a engagé des opérations d'achat de titres financiers qu'à début de l'année 2008, soutenues par une réduction de 2% de son taux directeur à partir du 30 avril. Il est vrai que les marchés à ce moment-là avaient soif de liquidité, toutefois, au fur et à mesure de l'avancement de ces mesures, ceux sont, non-pas des craintes de non-liquidité mais d'insolvabilité qui stoppent l'offre de crédits. Afin d'y faire face, la Fed s'est engagée dans certaines opérations de sauvetage d'institutions financières non-bancaires à

¹ Voir : annexes : tableaux 1, 2. Les informations représentées ici ne constituent pas l'intégralité des comptes de la Fed. Nous avons choisi de mettre en avant seulement des comptes ayant un rapport direct avec notre analyse. Ceci explique la différence constatée entre les totaux des actifs/passifs et le somme des comptes sur les bilans consolidés ci-dessous. Pour les bilans détaillés, suivre le lien spécifié sur le tableau 1.

l'image de « *Bear Stearns* » faisant ainsi passer un message au reste du marché que certaines de ces institutions ne peuvent pas faire faillite compte tenu de leur importance¹.

La seconde phase d'opérations quantitatives destinée à agir sur le côté passif du bilan de la Fed était principalement initiée par le trésor public américain. Ce dernier s'est engagé à demander des emprunts supérieurs à ses besoins, ce qui a gonflé son compte au niveau de la Fed où il déposait la liquidité excédentaire. Il s'agit très clairement d'opérations budgétaires pour soutenir les mesures en cours. Comme nous l'avons mentionné auparavant, ceux ne sont pas ces mesures en elles-mêmes qui sont non-conventionnelles, mais la manière avec laquelle elles ont été menées.

La démarche de la Fed et sa manière de s'engager dans des programmes d'achats, de prêts et de garanties s'est caractérisée par une approche plus systémique, réfléchie et basée sur le comportement des institutions sur les marchés. La succession de programmes et de mesures annoncés à chaque fois dans une optique de « *forward guidance* » s'alignait avec cette logique à commencer par le CPFF (*Commercial Paper Funding Facility*) lancé en septembre 2008, puis le programme d'achat des titres adossés à des hypothécaires² en novembre de la même année, suivis par le programme de facilité de prêts à terme pour les titres adossés à des actifs réels³ en mars 2009, ainsi que d'autres. A ce stade, l'objectif n'était plus de sauver les institutions financières au bord de la faillite, même si ce besoin est resté d'actualité, mais plutôt de tirer à la baisse les primes de risque qui ont vertigineusement augmenté au cours des premiers mois de la crise.

Ce changement d'orientation est à la fois remarquable et intelligent. Comme mentionné précédemment, les taux sans risque en soi sont presque hors de propos à l'activité économique. Le pouvoir traditionnel du taux directeur provient du fait que les primes de risque entre elles et les taux risqués qui importent principalement ne fluctuent pas énormément en temps normal. Disons que le taux d'intérêt sur l'instrument (j), disons (R_j), étant composé du taux d'intérêt sans risque correspondant, (r), et d'une prime de risque ρ_j . Ainsi :

$$R_j = r + \rho_j(2)$$

Si (ρ_j) fluctue légèrement, alors le contrôle du taux d'intérêt constitue un outil assez efficace de manipulation du taux d'intérêt qui compte dans ce cas. Mais dans le cas d'un haut degré de fluctuation de (ρ_j), augmenter le taux directeur devient un faible instrument de politique monétaire. Durant les périodes de panique les plus critiques, la plupart des (R_j) avaient tendance à augmenter alors même que (r) était stable ou dégressif. L'aspect particulier de l'assouplissement quantitatif aux Etats-Unis est la concentration sur les achats des bons du trésor. Mais la contrainte à ce niveau est le fait que la somme de ($r + \rho_j$) était tellement élevée, à cause du très haut niveau des primes de risque, et non-pas de celui du taux directeur. Ainsi, la cible réelle des plans de secours était (R_j) et non-pas (r), qui était déjà à un niveau très bas. Dans ce contexte, l'assouplissement quantitatif de la Fed a été un succès, ou du moins, de manière partielle. (Blinder, 2010)

L'assouplissement des conditions de crédit⁴ de la BCE⁵

Depuis le début de la crise, l'économie de la ZE a subi les mêmes perturbations que le reste des économies de l'OCDE. La vague de panique sur les marchés financiers américains s'est traduit par une récession sur le marché interbancaire européen. La BCE a utilisé sa politique de communication pour livrer son diagnostic sur la situation et indiquer la manière avec laquelle elle entendait y remédier. Les déclarations de ses dirigeants mettent en avant les motivations principales de l'adoption des mesures non-conventionnelles ainsi que leur objectif. Peu de temps après la baisse concertée des taux d'intérêt, le 8 Octobre 2007, la BCE a annoncé plusieurs innovations importantes dans ses procédures opérationnelles. (Giannone et al., 2012)

¹ « *Too big to fail* »

² *MBS (Mortgage Backed Securities)*

³ *Term Asset-Backed Securities Loan Facilities*

⁴ « *Credit Easing* »

⁵ Banque Centrale Européenne

Compte tenu de la différence de sa construction constitutionnelle et économique par rapport à l'économie américaine, les mesures disposées étaient à la fois différentes et adaptées à la situation. Dans le cas de la ZE, il n'était pas question d'influencer les taux d'intérêt à long terme, mais de soutenir la confiance sur le marché interbancaire afin de restaurer un climat de confiance permettant aux banques de se refinancer entre-elles de nouveau. Le secteur bancaire assurant plus de 90% des besoins de financement des entreprises européennes, cette démarche était prioritaire. La BCE a donc intégré un rôle d'intermédiation financière en assurant une partie des opérations de refinancement normalement prises en charge par le marché interbancaire désormais complètement gelé.

Afin d'y parvenir, la BCE a commencé par élargir la liste des garanties admissibles, y compris les valeurs mobilières les moins bien notées, tout en allongeant encore la maturité moyenne de ses opérations de refinancement en cours. Mobilisées ensemble, ces mesures ont considérablement augmenté la portée de l'intermédiation de la BCE afin de se substituer à un marché de capitaux soumis à de graves perturbations. Ceci a très largement modifié la taille et la composition du bilan de la BCE à son tour. Toutefois ces résultats identiques sont le fruit d'une politique monétaire complètement différente de celle de la Fed.

En s'adaptant à la nature juridique de l'UEM (Union Economique et Monétaire Européenne), la BCE a réduit son taux directeur, toutefois, et compte tenu de la crise de confiance sur le marché interbancaire européen, la liquidité injectée dans l'économie est restée bloquée au niveau des institutions de crédit européennes. Ces dernières ne se refinançant pas entre-elles, ce qui a un impact direct et significatif sur l'activité économique. Cette crise bancaire s'est par la suite transformée en une crise de la dette souveraine. Compte tenu de l'hétérogénéité qui caractérise l'UEM sur le plan économique et social, les investisseurs ont choisi de rapatrier leurs capitaux vers les économies les plus fiables, notamment l'Allemagne, au péril des économies périphériques telles que l'Espagne, l'Italie, l'Irlande ou encore la Grèce.

Cette fuite des capitaux a créé un déséquilibre encore plus profond par la distribution asymétrique des ressources mettant ainsi les secteurs bancaires périphériques et leurs banques centrales dans des situations périlleuses après avoir cumulé des positions débitrices nettes vis-à-vis du reste de la ZE. Ainsi, nous pouvons constater que les contraintes auxquelles fait face la BCE sont aujourd'hui complètement différentes de l'autre côté de l'atlantique. De plus, et par son statut, la BCE n'est pas en mesure d'effectuer des opérations d'achat sur les titres de dette souveraine des Etats membres, elle ne peut pas non plus être soutenue par un trésor public puisqu'elle n'est pas une banque centrale nationale. Il s'agit d'une institution supranational non-régie par une autorité souveraine. Elle est membre du SEBC (Système Européen des Banques Centrales) et non-pas l'autorité monétaire suprême de l'UEM.

Toutefois, la BCE s'est retrouvée contrainte de contourner ces contraintes constitutionnelles comme l'avait déclaré son gouverneur M. Draghi affirmant que « *la BCE est comme le bourdon, il n'est pas censé voler mais il le fait, et continuera à le faire* ». Elle est, d'ailleurs, parvenu à mettre en place un plan d'assouplissement quantitatif depuis mars 2015, un programme auquel elle devra mettre un terme une fois abouti.

Mesures non-conventionnelles : pour quand la sortie?

L'assouplissement quantitatif fait référence à des changements dans la composition et/ou la taille du bilan d'une banque centrale qui sont conçus pour faciliter l'accès à la liquidité et/ou les conditions de crédit. Vraisemblablement, l'inversion de ces politiques constitue un « *resserrement quantitatif* », toutefois, l'utilisation de cette terminologie n'est pas des plus courantes. On évoque plutôt la « *stratégie de sortie* » de la banque centrale indiquant que l'assouplissement quantitatif est aberrant.

Durant les premières années de la crise, les banques centrales des pays de l'OCDE ont adopté, à des degrés différents, certaines des mesures non-conventionnelles de leurs politiques monétaires. Incluant l'augmentation de la taille de leurs bilans, l'étendue de leurs opérations financières, le soutien direct au marché interbancaire, l'achat des obligations d'état et s'engager à maintenir le taux

directeur à un niveau très bas. La sortie de ces mesures était, déjà à cette étape-là, une démarche difficile à entreprendre.

Sur le plan technique, les opérations de sortie ne semblent pas particulièrement compliquées, à priori, il suffisait d'aspirer le stimulus supplémentaire de monnaie injecté dans l'économie afin de stimuler la demande de crédits. Cependant, vue l'ampleur des opérations des politiques monétaires durant la crise, et la nature jusque-là encore jamais expérimenté par les banques centrales, les répercussions d'un éventuel retrait ne peuvent pas être prévues de manière précise. Le seul cas présent est celui de la BoJ (Banque du Japon) qui avait exercé un assouplissement quantitatif depuis 2002, et auquel elle n'a pas encore mis un terme.

Les stratégies de sortie diffèrent en fonction de la conjoncture économique propre à chaque pays, ainsi que la taille et la portée des mesures non-conventionnelles adoptées. Néanmoins, l'unification de deux principes de base est possible et valable aux différentes politiques monétaires :

- Veiller à ce que la banque centrale dispose d'outils suffisants pour faciliter le déroulement de la politique monétaire non-conventionnelle. La BoJ a mobilisé un large éventail d'instruments afin de procéder à la sortie. Ceci contribue aussi au renforcement de la confiance sur les marchés, et au fait que la sortie pourrait être gérée avec efficacité ;
- Puisque les politiques non-conventionnelles impliquent un ensemble de mesures, les caractéristiques spécifiques à chacune détermineront quand, comment, et à quel rythme elles peuvent être dénouées.

La mise en place des plans de sortie sera donc spécifique à chaque économie. Dans le cas de la Fed, par exemple, le taux directeur est en phase d'augmentation progressive. Une démarche engagée suite à la reprise économique acceptable qui a pu être constatée. Toutefois, l'absorption du surplus de liquidité s'annonce bien plus compliqué, particulièrement en présence d'une pression inflationniste imminente.

CONCLUSIONS

Il existe aujourd'hui un cadre pour classer les mesures non-conventionnelles des politiques monétaires. D'après Ueda (2012), elles peuvent être réparties en trois (03) catégories principales : (1) la politique des prévisions futures ou « *Forward Guidance* ». Comme quand une banque centrale s'engage à maintenir son taux directeur à un niveau relativement bas sur une période donnée ; (2) modification de la composition du bilan de la banque centrale de manière à augmenter la portion de liquidité en circulation dans l'économie ; et (3) l'augmentation de la taille de ce bilan à travers des opérations d'assouplissement quantitatif.

Si les mesures non-conventionnelles en elles-mêmes peuvent être unifiées dans leur classification, les voies de sortie, elles, restent bien spécifiques et dépendantes de plusieurs facteurs économiques et politiques. La perspective générale dans cette optique est de parvenir à mettre un terme aux opérations d'assouplissement tout en aspirant le surplus de liquidité. Toutefois, la période, les mesures à prendre et les institutions impliquées dans ces opérations restent abstraits.

Comme mentionné auparavant, ceux ne sont pas les mesures en elles-mêmes qui sont non-conventionnelles, mais plutôt les fragments des marchés sur lesquels les banques centrales ont intervenues, et les institutions engagées. Ces mesures censées être des manœuvres de secours temporaires sont en train de s'installer comme des pratiques courantes des banques centrales comme dans le cas de la BoJ dont l'assouplissement quantitatif persiste depuis plus d'une décennie. Il y a, d'ailleurs un consensus quant à repenser la conception d'une banque centrale moderne, en tant qu'institution dont le rôle a évolué de celui de prêteur en dernier ressort à créancier en dernier ressort.

REFERENCES

- Aaron, D., Mike, K., ET Torsten, S. 2004. Differences in resilience between the euro-area and us economies. *OECD Economics Department Working Papers*, Working Paper No. 382: pp 1 – 34.
- Artus, P. et Virard, M.-P. 2010. *La liquidité incontournable*. Pearson Education France.
- Bastidon, C., Huchet, N., et Kocoglu, Y. 2016. Unconventional monetary policy in the eurozone: A lack of forward guidance? *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 52 Iss. 1:pp. 76–97.
- Bernanke, B. S. ET Blinder, A. S. 1988. Credit, money and aggregate demand. *American Economic Review*, Vol. 78:p435.
- Bernanke, B. S. ET Gertler, M. 1995. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 Issue 4:pp27–48.
- Bernanke, B. S. ET Reinhart, V. R. May2004. Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. *American Economic Review*, Vol. 94 Issue 2:pp. 85–90.
- Blinder, A. 2010. Quantitative easing: Entrance and exit strategies. *Princeton University, Department of Economics, Center for Economic Policy Studies.*, pages pp. 465–480.
- Boldin, M. D. 1993. Econometric analysis of the recent downturn in housing construction: was it a credit-crunch? *Federal Reserve Bank of New York, Research Paper*, Working Paper: 9332.
- Bowdler, C. ET Amar, R. Winter 2012. Unconventional monetary policy: The assessment. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28 Issue 4:pp. 603–621.
- Campbell, J. R., Evans, C. L., Fisher, L. D. M., et Lustiniano, A. Spring2012. Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Issue 1:pp1–80.
- Cecchetti, S. G. Winter 2009. Crisis and responses: The federal reserve in the early stages of the financial crisis. *Journal of Economic Perspectives*, v. 23, iss. One:pp. 51–75.
- Clerc, L. 2009. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire. *Focus Numéro 4 Banque de France*, pages pp 1 – 4.
- Giannone, D., Lenza, M., Pill, H., et Reichlin, L. 2012. Non-standard monetary policy measures and monetary development. *Macroeconomic policy Making series*. Cambridge and New York: Cambridge University Press, pp. 195–221.
- Ireland, P. N. 2006. The monetary transmission mechanism. *Working Paper Series (Federal Reserve Bank of Boston)*, Vol. 6 Issue 1:pp. 1–13.
- Loayza, N. et Schmidt-Hebbel, K. 2002. Monetary policy functions and transmission mechanisms: An overview. *Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies*, vol. 4:pp 1 – 20.
- Loiseil, O. et Mésonnier, J.-S. 2009. Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise. *Questions actuelles Economie - Monnaie - Finance Banque de France*, 1:pp. 1–13.
- Olmo, J. et Sanso-Navarro, M. 2015. Changes in the transmission of monetary policy during crisis episodes: Evidence from the euro area and the u.s. *Economic Modelling*, Vol. 48:pp. 155–166.
- Otmar, I. 2006. The ecb's monetary policy strategy: Why did we choose a two pillar approach? 4th *ECB Central Banking Conference*, pages pp. 1–10.
- Sellon Jr., Gordon H.; Corning, J. 2004. Expectations and the monetary policy transmission mechanism. *Economic Review*, Vol. 89 Issue 4:pp. 5–41.
- Ueda, K. 2012. The effectiveness of non-traditional monetary policy measures: the case of the bank of japan. *Japanese Economic Review*, Vol. 63 Issue 1:pp. 1–22.
- Woodford, M. 2003. *Interest and prices : foundations of a theory of monetary policy*. Princeton University Press.

ANNEXES

Tableau 1 – bilan consolidé de la Fed au 4 juillet 2007 (en milliards de dollar)

Actifs		Passifs	
<u>Titres</u>		Billets de banque	
Titres de créances	790,6	Balance des réserves des banques commerciales	781,4
Conventions d'achat	30,3	Titres détenus par des non-résidents et dépôts du trésor public	16,8
<u>Crédits</u>		Autres passifs	
Crédits aux institutions primaires	0,19		5,7
Réserves de change	20,8		
Or	11,4		
Autres actifs	40,34		
Total des actifs	880,4	Total des passifs	846,3

Balance des capitaux = total des actifs (880,4) – total des passifs (846,3) = 34,1

Source: Federal Reserve Board of Governors H.4.1, Table 2, <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20070726/>

Tableau 2 – bilan consolidé de la Fed au 31 décembre 2009 (en milliards de dollar)

Actifs		Passifs	
<u>Titres</u>		Billets de banque	
Titres de créances	1.228,76	Balance des réserves des banques commerciales	889,6
Conventions d'achat	908,25	Titres détenus par des non-résidents et dépôts du trésor public	149,8
<u>Crédits</u>		Autres passifs	
Crédits aux institutions primaires	34,96		13,64
Réserves de change	23,8		
Or	11,0		
Autres actifs	97,19		
Total des actifs	2.303,93	Total des passifs	1.205,12

Balance des capitaux = total des actifs (880,4) – total des passifs (846,3) = 1.098,84

Source: Federal Reserve Board of Governors H.4.1, et Quarterly Treasury and Foreign Exchange Report, Oct - Dec 2009, Federal Reserve Bank of New York