



### III / Les politiques monétaires non conventionnelles

*Christian Pfister et Natacha Valla\**

**D**epuis l'éclatement de la crise financière à la suite de la faillite de la banque Lehman Brothers en septembre 2008, les banques centrales des économies développées se sont engagées dans des politiques monétaires dites non conventionnelles (PMNC). L'adoption de ces politiques a répondu à deux sortes de préoccupations : d'abord parer à un dysfonctionnement dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, particulièrement dans un contexte de dégradation avérée ou potentielle d'une partie significative du système bancaire, afin d'éviter un blocage du marché interbancaire ; ensuite surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt (*zero lower bound*) dans un environnement de faible croissance et d'inflation très basse où, si un choc de demande négatif devait intervenir, la politique monétaire conventionnelle n'aurait plus, compte tenu de taux d'intérêt déjà très faibles, de marges de manœuvre pour s'opposer à l'enclenchement d'une spirale déflationniste.

Dans ce chapitre, nous évoquons la généralisation des PMNC dans les pays développés, d'abord à travers leurs caractéristiques communes et les étapes marquantes de leur progression, avant de mentionner les craintes et interrogations qu'elles suscitent. Dans

---

\* Christian Pfister est enseignant à l'Ensaie et à Sciences Po. Natacha Valla est directrice adjointe du CEPII. Les auteurs remercient Jonas Heipertz de leur avoir apporté son aide précieuse dans le traitement des données et la réalisation des graphiques et Fulvio Pegoraro de leur avoir fourni certaines données.

l'ensemble, il en ressort, comme l'écrit l'économiste historien Barry Eichengreen [2015], que la crise appelait une réponse de politique monétaire hors du commun et c'est ce que les grandes banques centrales ont livré à l'histoire. Pour autant, certaines modalités des PMNC restent à définir et les stratégies de l'« après » sont encore à inventer.

### **Un large éventail de mesures non conventionnelles**

En temps normal, la politique monétaire est mise en œuvre *via* la fixation d'un taux d'intérêt auquel les banques se refinancent (leur besoin de financement provient des réserves obligatoires et de la mise en circulation des billets) ; la banque centrale maîtrise ainsi les taux d'intérêt à très court terme sans avoir à modifier la taille de son bilan [Drumetz *et al.*, 2015]. Le niveau de taux d'intérêt est décidé périodiquement par le comité de politique monétaire et les refinancements accordés sont à court, voire à très court terme. Les taux des échéances les plus lointaines se déterminent librement sur les marchés financiers, en fonction des anticipations d'évolution des facteurs économiques fondamentaux, eux-mêmes influencés par la politique monétaire.

Par rapport à cette situation « normale », les PMNC peuvent revêtir deux formes : des instruments usuels de politique monétaire utilisés à des fins non conventionnelles ou des instruments nouveaux.

#### *L'usage non conventionnel d'instruments usuels*

La phase initiale de la crise de septembre 2008 livre un cas d'école en la matière. Face à une perte de confiance dans certains intermédiaires ou marchés de capitaux, comme celui des *subprime* américains en 2008, la banque centrale endosse le rôle de prêteur en dernier ressort (PDR), substituant ses financements à ceux que les agents privés ne se consentent plus du fait d'un dysfonctionnement majeur des marchés monétaires et financiers. Dans ce but, les banques centrales, en particulier la BCE et la Fed, ont adapté leurs instruments de politique monétaire de plusieurs manières :

– elles ont allongé l'échéance moyenne et accru le montant de leur refinancement, sécurisant ainsi l'accès des banques à la liquidité centrale. En décembre 2007, la Fed a ainsi créé le *Term Auction Facility* (TAF) lui permettant d'allouer des liquidités à

diverses échéances (principalement 28 jours) alors qu'elle n'intervenait habituellement que sur des échéances très courtes (essentiellement le jour le jour). En octobre 2008, la BCE a adopté une réforme majeure : elle a mis fin à la pratique du rationnement des réserves en décidant d'accorder l'ensemble des refinancements demandés. Elle a aussi fortement accru la durée de ses refinancements, lançant notamment des opérations à trois ans en décembre 2011 et février 2012 puis, à compter de septembre 2013, une série d'opérations venant à échéance en septembre 2018. En outre, ces refinancements ont été accordés au taux dit « directeur principal », habituellement réservé aux refinancements à échéance hebdomadaire. Une dernière série d'opérations a même été assortie d'un taux bas fixe sur l'ensemble de sa durée afin de signaler très clairement l'orientation accommodante de la politique monétaire à moyen terme. Enfin, les banques centrales ont accordé des refinancements en devises à leurs contreparties, *via* ce qui est appelé des « accords de *swap* », permettant à ces dernières de financer plus facilement leurs activités internationales ;

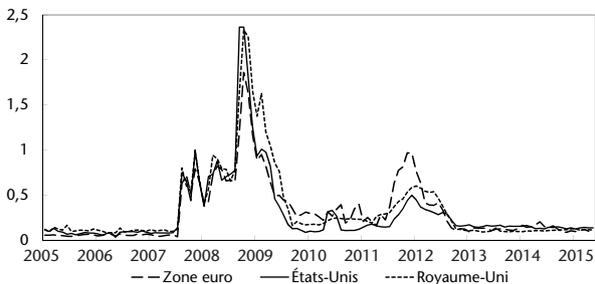
– elles ont « démocratisé » l'accès direct aux réserves en élargissant à la fois le cercle d'établissements financiers à même d'en bénéficier et la gamme des garanties acceptées en contrepartie desdites réserves, le but étant que la liquidité parvienne aux agents en ayant le plus besoin. L'élargissement du cercle de contreparties a été particulièrement net pour la Fed. Le TAF, mentionné plus haut, était ainsi accessible à plus de 7 000 banques américaines, alors que la Fed accorde habituellement ses refinancements aux *primary dealers*, une vingtaine d'établissements qui redistribuent la liquidité auprès du système bancaire. La Fed est aussi venue au secours du système bancaire parallèle (*shadow banking*), mettant en place deux programmes clés en octobre 2009 : le *Commercial Paper Funding Facility*, qui lui a permis d'acheter directement du papier commercial, émis notamment par les organismes de titrisation, se substituant ainsi aux *mutual funds* qui remplissent habituellement ce rôle, et le *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, qui lui a permis d'acheter indirectement des titres issus d'opérations de titrisation (ABS) en faisant crédit à des investisseurs dans cette catégorie de titres. La BCE a participé au même élan en élargissant la gamme des garanties qu'elle acceptait, *via* une réduction des seuils minima de notation qu'elle réclamait jusque-là. Dans le cas des pays de la zone euro bénéficiaires de

plans d'aide, comme la Grèce, elle a même suspendu l'application de ces seuils, pourvu que le programme soit respecté.

Compte tenu de la difficulté de savoir ce qu'il serait advenu sans ces interventions exceptionnelles, leur efficacité n'a fait l'objet que d'études ponctuelles. Ces opérations sont toutefois créditées d'avoir fortement mitigé le risque d'une crise économique et financière profonde, de l'acabit de celle observée lors de la Grande Dépression. Les mesures prises ont notamment permis de réduire les écarts de taux d'intérêt (*spreads*) entre banques, témoignant d'un rétablissement de la confiance accordée au système bancaire (graphique 1). Les interventions des banques centrales ont été plus efficaces quand elles ont pu reposer sur le soutien des États et des fonds de résolution permettant aux banques de se recapitaliser. En particulier, aux États-Unis, les banques ont bénéficié du *Troubled Asset Relief Program* (TARP) qui a facilité la reprise américaine dès octobre 2008. La Fed a ainsi pu cesser mi-2010 de distribuer des concours au titre des facilités créées lors de la crise.

Outre une gestion novatrice de la liquidité bancaire, certaines banques centrales ont plus récemment adopté des taux d'intérêt négatifs, souvent considérés auparavant comme impraticables du fait de la possibilité d'arbitrer entre la détention de dépôts et celle d'encaisses en billets. En septembre 2014, le taux de la facilité de

Graphique 1. *Spreads* de taux interbancaires à trois mois (de janvier 2005 à mai 2015)



Note : *spreads* des contrats dits « OIS » (*Overnight Indexed Swaps*) qui permettent d'échanger des prêts à taux fixe à trois mois contre des prêts au taux au jour le jour. Les *spreads* OIS sont un indicateur usuel de l'intensité des tensions sur le marché interbancaire.

Sources : Fédération bancaire de l'Union européenne (FBE), ICE Benchmark Administration Ltd., Thomson Reuters.

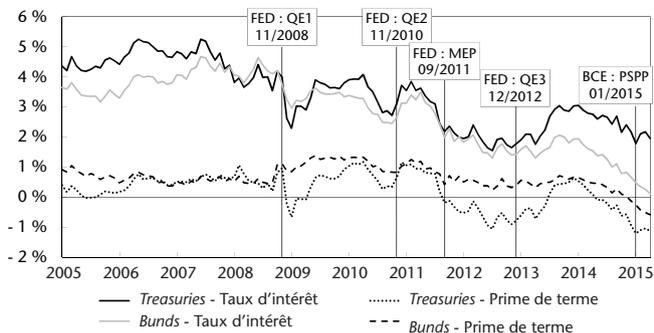
dépôt auquel la BCE rémunère les réserves excédentaires (celles que les banques détiennent au-delà des réserves obligatoires) fut ainsi fixé à  $-0,20\%$ . Au Danemark, le taux directeur s'établissait à  $-0,75\%$  début 2015.

#### *Des instruments réellement novateurs*

En sus des instruments usuels, les banques centrales ont jugé nécessaire d'activer un arsenal nouveau afin de faire baisser les taux d'intérêt des échéances lointaines, les rendant si possible négatifs en termes réels. L'expérience récente a reposé sur la mise en œuvre, souvent simultanée, de deux outils : le guidage des anticipations (*forward guidance*) et des achats massifs de titres (*Large Scale Asset Purchases* — LSAP). L'anticipation des taux d'intérêt à court terme étant un déterminant important des taux d'intérêt à long terme, guider les anticipations des premiers permet d'agir sur la formation des seconds. Les achats de titres peuvent également infléchir la prime de terme (graphique 2), autre composante des taux d'intérêt à long terme.

Le guidage des anticipations sert à convaincre le public que, face à une crise, la banque centrale va garder des taux d'intérêt bas plus longtemps qu'elle ne le ferait en temps normal. Un préalable à sa mise en œuvre est que le public soit convaincu que le plancher à

**Graphique 2. Taux d'intérêt et primes de terme à dix ans sur les titres obligataires américains (*Treasuries*) et allemands (*Bunds*)**  
(de janvier 2005 à avril 2015)



Note : QE : Quantitative easing ; MEP : Maturity Extension Program ; PSPP : Public Sector Purchase Program.

Source : Banque de France.

zéro a effectivement été atteint, donc que la banque centrale ne baissera plus son taux directeur ; il risquerait, sinon, d'attendre ce dernier geste pour modifier ses anticipations de taux.

Pour guider les anticipations, les banques centrales peuvent au minimum, communiquer de manière qualitative, c'est-à-dire bien choisir les mots qu'elles emploient, en indiquant par exemple qu'elles seront « patientes » pendant une durée indéterminée avant de remonter les taux d'intérêt et en annonçant leurs prévisions de taux. Elles peuvent aussi s'engager à maintenir leur taux directeur au plancher pendant une période déterminée, quoi qu'il advienne. Un tel engagement est en principe très efficace mais, pour être crédible, il doit être réaliste et cohérent dans le temps. Pour cela, il gagne à être accompagné d'un dispositif de « crédibilité ». Ce dernier peut consister en des opérations, comme les achats de titres (voir *infra*) ou l'octroi de refinancements à taux zéro pour une période longue, de sorte que la banque centrale « met ses actes en cohérence avec ses pensées » [Valla, 2014]. Il peut aussi consister en l'adoption de règles. À ce titre, il a été suggéré que la banque centrale s'engage à maintenir ses taux au plancher tant que le niveau des prix ou celui du PIB nominal n'aurait pas retrouvé celui correspondant à la cible d'avant crise ou bien tant que des seuils portant sur des variables économiques d'intérêt (croissance, chômage, inflation...) ne seraient pas atteints.

Pratiqué dès la fin des années 1990 par la Banque du Japon, le guidage des anticipations a également été utilisé par la Fed avant la crise, entre août 2003 et mai 2004, sous forme d'annonce qualitative. Pendant la crise, la Fed a d'abord communiqué de cette manière entre novembre 2008 et décembre 2012, puis s'est engagée pour une période minimale ; en janvier 2012, elle a ainsi indiqué ne pas anticiper de hausse de taux « au moins jusque tard en 2014 ». Dans un troisième temps, en décembre 2012, la Fed a adopté des seuils. La BCE a procédé de la même manière en faisant d'abord des annonces qualitatives à partir de mars 2013, puis en septembre 2014 en accordant des refinancements à taux fixe d'une durée allant jusqu'à quatre ans, ce qui l'engageait à reprendre ces liquidités à un taux supérieur si elle voulait dans l'intervalle remonter ses taux.

Le terme « assouplissement quantitatif » (*quantitative easing* — QE) est souvent utilisé pour désigner des achats de titres par la banque centrale destinés à en faire augmenter les cours et donc

baisser les taux des titres à revenu fixe. Ce terme est toutefois ambigu : dans l'acception étroite, le QE porte sur des actifs sans risque (émissions des États considérés comme très solvables), par opposition au *credit easing* (CE) qui porte sur des actifs risqués. Le terme « LSAP », plus général, est utilisé ici.

En principe, des achats de titres par la banque centrale ne devraient pas en modifier les cours puisqu'ils laissent les caractéristiques fondamentales de l'émetteur (comme le risque, l'endettement, etc.) inchangées. Néanmoins, les imperfections de marché expliquent que les interventions de la banque centrale aient souvent un impact sur les cours : les titres achetés deviennent plus rares sur le marché secondaire. Si, pour des raisons institutionnelles, certaines émissions et parmi elles certaines échéances sont plus recherchées — par exemple, les titres les plus liquides des émetteurs les moins risqués —, alors leurs cours augmentent. Chassés de leur « habitat préféré », les investisseurs réallouent leurs portefeuilles vers d'autres actifs, dont les cours (titres) ou l'offre (crédits) peuvent à leur tour augmenter. La baisse générale des taux obligataires qui en résulte allège le coût de financement des entreprises et des ménages, la hausse des prix des actifs réels (actions, immobilier) produit des effets de richesse et l'offre de crédit par les banques s'accroît, l'ensemble de ces facteurs soutenant la demande.

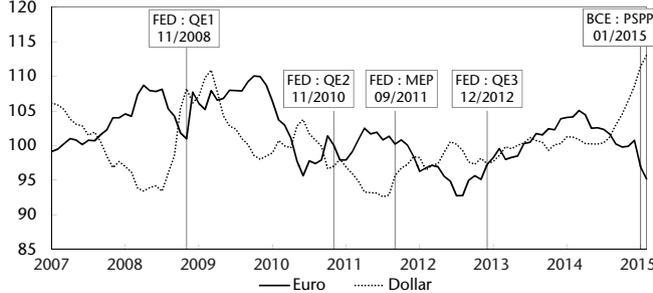
La Banque du Japon a effectué des achats de titres dès 2001-2005. La Fed a mis en œuvre différents programmes, dits QE1, 2 et 3, entre novembre 2008 et octobre 2014, portant son portefeuille de titres à plus de 4 200 milliards de dollars, soit 24 % du PIB de l'année 2014. Elle a également procédé, entre septembre 2011 et juin 2012, à une extension de l'échéance moyenne de son portefeuille de titres du Trésor. La Banque d'Angleterre a acheté pour 375 milliards de livres de titres entre 2009 et 2012, soit 25 % du PIB de l'année 2012. La BCE a lancé un programme en mars 2015 qui relève réellement, par son objectif de surmonter la limite à zéro des taux d'intérêt, des achats massifs de titres (60 milliards d'euros par mois). Ce programme doit se poursuivre au moins jusqu'en septembre 2016 et tant que l'inflation ne s'établira pas sur un sentier cohérent avec la cible de la BCE. Les programmes précédents d'achat d'obligations couvertes, émises par les banques, dits CBPP1, CBPP2 et CBPP3 (*Covered Bond Purchase Program*), avaient pour objectif de soutenir l'intermédiation bancaire et se rattachent ainsi davantage à l'usage non

conventionnel d'instruments usuels ; quant aux programmes qui visaient, par des achats de titres souverains des pays périphériques de la zone euro (le *Securities Market Programme* — SMP — lancé en mai 2010, qui a atteint à son sommet 210 milliards d'euros et a été remplacé en août 2012 par les *Outright Market Transactions* — OMT), à lutter contre une fragmentation de la zone et l'accroissement concomitant des *spreads* de taux, ils ne relèvent pas à proprement parler des achats massifs de titres.

Il ne sera possible d'établir un bilan de ce large éventail de mesures non conventionnelles qu'après l'*exit*, c'est-à-dire une fois sortis de ces programmes. En l'état, le diagnostic est difficile à établir : les programmes diffèrent selon les pays et les combinaisons de mesures et il s'agit d'expériences dont on a peu d'exemples dans le passé. Les études qui tentent d'en évaluer l'impact s'intéressent à deux types d'effets : internes et internationaux [Drumetz *et al.*, 2015]. S'agissant des effets internes, des travaux essaient de mesurer l'impact des annonces sur les marchés financiers selon la méthode des « études d'événements » : une « fenêtre » temporelle étroite (une ou quelques minutes avant et après l'annonce) vise à en isoler l'impact. Cette approche ne permet toutefois pas d'exclure les effets d'anticipation : une annonce ne constituant généralement pas une surprise totale, son effet peut avoir été anticipé. En outre, dans ce type d'études, un impact immédiat sur les taux d'intérêt est considéré comme permanent. Dans l'ensemble, pour la Fed, il en ressort que le guidage des anticipations aurait eu peu d'impact et que les programmes d'achats d'actifs auraient, au contraire, des effets significatifs de l'ordre de 3 à 4 points de base sur le taux des obligations de l'État fédéral à dix ans pour 100 milliards de dollars d'achats. Dans le cas de la zone euro, les achats d'actifs effectifs (SMP) ou simplement annoncés (OMT), semblent avoir eu un impact significatif sur les *spreads* souverains, en particulier pour l'Espagne et l'Italie. Quant à l'impact des achats de titres sur la croissance, évalué en intégrant les effets obtenus sur les taux d'intérêt à long terme dans des modèles macroéconomiques, ils auraient procuré un supplément de croissance aux États-Unis et au Royaume-Uni de 1 % pendant deux ans [Drumetz *et al.*, 2015].

S'agissant des effets internationaux, les achats d'actifs réalisés par la Fed, notamment lors du QE1, ont eu un impact significatif sur les taux d'intérêt à long terme, sur les taux de change (graphique 3) et sur ceux des actions. Ils auraient ainsi permis

Graphique 3. Taux de change nominal effectif de l'euro et du dollar (de janvier 2007 à février 2015)



Note: QE : Quantitative easing ; MEP : Maturity Extension Program ; PSPP : Public Sector Purchase Program.

Source : FMI, International Financial Statistics.

de limiter la récession dans les économies développées mais contribué à une surchauffe économique en 2010-2011 dans certaines économies émergentes (Brésil, Chine, Turquie).

### Les interrogations suscitées par les politiques monétaires non conventionnelles

Les PMNC font-elles courir des risques ? Comment gérer la transition de la crise à l'après-crise ? En régime permanent, faut-il revenir au *statu quo ante* ou bien conserver les PMNC ? Les réponses font débat. Quoi qu'il en soit, les banques centrales devront se montrer très prudentes dans leur relation aux États, mais résolues en matière d'exposition au risque macroéconomique et soucieuses des « héritages » de la crise dans les bilans.

#### *Des risques de quelle nature ?*

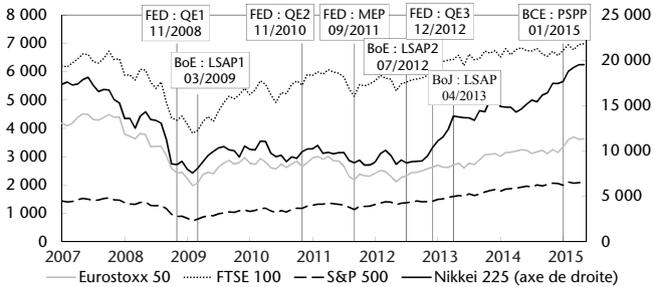
Les PMNC font principalement craindre une distorsion des prix d'actifs, des incertitudes liées aux taux négatifs et des problèmes d'aléa moral induits par la présence des banques centrales sur les marchés financiers.

En créant des primes de terme négatives, les LSAP pénalisent les investisseurs qui acceptent d'investir à long terme à taux fixe. Il en résulte une préférence accrue pour la liquidité qui rend le financement par l'endettement à long terme à taux fixe plus

difficile. Les PMNC ont aussi été accusées d'encourager excessivement la prise de risque, voire la formation de bulles de prix d'actifs (graphiques 4 et 5). Le reproche nous paraît toutefois excessif s'agissant des cours des actions : la hausse du  $q$  de Tobin (rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et la valeur de remplacement de son capital fixe) devrait encourager la reprise de l'investissement en diminuant le coût du capital. Il a d'ailleurs été suggéré que les banques centrales achètent des actions pour en soutenir les cours dans le cadre de leurs LSAP [Szczerbowicz et

#### Graphique 4. Indices boursiers

(de janvier 2007 à mai 2015)

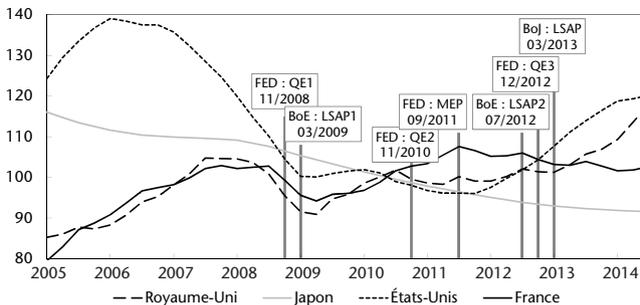


Note : QE : Quantitative easing ; LSAP : Large Scale Asset Purchases ; MEP : Maturity Extension Program.

Sources : Stoxx, FTSE, Nikkei, S&P.

#### Graphique 5. Prix de l'immobilier résidentiel

(du 1<sup>er</sup> trimestre 2005 au 3<sup>e</sup> trimestre 2014)



Note : QE : Quantitative easing ; LSAP : Large Scale Asset Purchases ; MEP : Maturity Extension Program.

Source : Banque des règlements internationaux.

Valla, 2015 ; Berg *et al.*, 2015], comme le fait la Banque du Japon pour de petites quantités. S'agissant des prix de l'immobilier, les politiques macroprudentielles peuvent en outre répondre, en partie au moins, au développement de bulles.

Les interrogations soulevées par les taux d'intérêt négatifs sont diverses, ceux-ci pouvant occasionner des problèmes juridiques, économiques, d'infrastructures financières, ou de gestion actif-passif des banques [Danish Minister for Business and Growth, 2015 ; Hannoun, 2015]. À cet égard, les sociétés d'assurances qui ont accordé des taux garantis, notamment en Allemagne, peuvent se trouver démunies et les banques voir leur modèle économique mis en question, particulièrement lorsque la réglementation empêche l'ajustement des taux créditeurs : si les dépôts sont rémunérés à taux positifs et les crédits à taux négatifs, la fonction d'intermédiation bancaire devient non rentable.

Quant aux problèmes d'aléa moral, ils peuvent concerner tant les créanciers que les débiteurs. Concernant les créanciers, la question a été posée de savoir si les financements accordés par les banques centrales n'enfreignaient pas la règle de Bagehot, selon laquelle ces financements doivent être consentis à court terme, sans limite, à des taux pénalisants et contre des garanties saines. Les conditions de taux (absence de pénalité) et les interventions en faveur de certaines institutions (Bear Stern) plutôt que d'autres (Lehman Brothers) ou bien relevant du système bancaire parallèle, non réglementé, ont effectivement suscité des critiques. En effet, les pertes éventuelles résultant de ces opérations peuvent donner lieu à des redistributions entre les agents qui, normalement, relèvent davantage de la politique budgétaire et fiscale que de la politique monétaire. Aux États-Unis, le *Dodd-Franck Act* de juillet 2010 a d'ailleurs mis des limites aux interventions de la Fed en tant que prêteur en dernier ressort comme l'interdiction d'ouverture de la facilité d'escompte aux non-banques et l'obligation d'obtenir l'accord du Trésor avant l'engagement de programmes à destination d'intermédiaires spécifiques.

Du côté des débiteurs, un double risque a été relevé : d'abord, les gouvernements peuvent profiter des achats de la banque centrale pour émettre plus de dette (il en résulte que la quantité de dette publique dans les portefeuilles privés ainsi que les taux d'intérêt sont inchangés) ; ensuite, la procrastination probable des ajustements attendus (budgétaire pour les États, d'endettement pour les agents privés), du fait de l'aubaine procurée par des

taux d'intérêt très bas. Avec ce dernier risque, les gouvernements peuvent tenter de capturer le processus de décision de politique monétaire [Orphanides, 2013]. Une dominance budgétaire s'ensuivrait, où la politique monétaire chercherait à procurer les meilleures conditions de financement à l'État plutôt que de viser la stabilité des prix.

#### *Comment gérer l'après-crise ?*

Bon an mal an, du fait de la reprise économique et du retour à des valeurs positives de l'écart entre production réelle et potentielle, le principal motif à l'origine de l'adoption d'instruments non conventionnels devrait *in fine* disparaître. Dans cette perspective, deux questions se posent [Valla, 2014] : comment limiter le risque d'ajustements brutaux sur les marchés financiers et des changes ? Comment gérer la liquidité bancaire excédentaire résultant du fait que le bilan des banques centrales ait grossi après les achats massifs de titres ?

Tout d'abord, il paraît logique, même si cela n'est pas obligé, que l'amenuisement des achats nets d'actifs (*tapering*) précède la hausse des taux d'intérêt (*lift-off*), puisque la mise en œuvre des programmes d'achats d'actifs est précisément liée au taux plancher. C'est d'ailleurs ce que la Fed a mis en œuvre en 2014, réduisant progressivement le montant de ses achats nets d'actifs entre janvier et octobre lorsque son taux directeur restait compris entre 0 % et 0,25 %. S'agissant du *lift-off* lui-même, qui n'était pas encore intervenu au début de l'été 2015, la Fed a décidé de le préparer en rendant publiques les prévisions de cibles de taux des *Fed funds* des membres de son comité de politique monétaire (le Federal Open Market Committee — FOMC) à partir de janvier 2012. Depuis cette date, toutefois, les anticipations de taux d'intérêt des marchés financiers ont constamment été inférieures à la médiane de ces prévisions, signe d'une divergence de vues entre les membres du FOMC et les marchés financiers.

Afin de rendre les conditions de sortie du taux plancher davantage prévisibles, des seuils susceptibles de déclencher les décisions de politique monétaire ont été annoncés. En décembre 2012, le FOMC a ainsi décidé que l'objectif de taux des *Fed funds* serait maintenu à son niveau proche de zéro tant que le taux de chômage ne serait pas passé en dessous de 6,5 %, pourvu que les prévisions d'inflation de ses membres restent inférieures à 2,5 %. Le taux de chômage s'établissait alors aux États-Unis à 7,9 %. Mais,

en septembre 2014, alors qu'il avait diminué à 6,6 % et que les membres du FOMC avaient abaissé leurs prévisions de croissance et d'inflation, le comité a abandonné la référence à un critère de chômage au profit d'une forme plus qualitative de guidage.

Ensuite, pour gérer l'excédent de liquidités résultant des achats d'actifs par les banques centrales, deux systèmes ont été proposés. Le premier prévoit d'utiliser un système de plancher (*floor system*), le taux de rémunération des réserves devenant le taux directeur. C'est le choix de la Banque d'Angleterre depuis 2009. Le second consiste, dans la perspective de contrôler un taux de marché, à compléter la rémunération des réserves par d'autres instruments, en particulier des mises en pension au jour le jour comme la Fed le prévoit. La gestion par la banque centrale d'un excédent structurel de liquidité n'est donc pas impossible. Elle comporte néanmoins un risque pour la banque centrale : le taux d'intérêt perçu sur son portefeuille de titres devenant inférieur à celui auquel elle rémunère les réserves excédentaires, elle pourrait se retrouver dans l'incapacité de faire face à ses dépenses courantes sans une aide de l'État.

*En régime permanent, retour au statu quo ante ou maintien des PMNC ?*

La normalisation est la perspective dans laquelle les banquiers centraux se placent spontanément. Elle correspond à un retour à l'usage conventionnel des instruments usuels. Leurs bilans retrouvent leur taille d'avant crise par la réduction des portefeuilles de titres (*phasing out*). Mais, attention, pas de « repas gratuit » ! Si les banques centrales ne réinvestissent pas le produit des remboursements de titres qu'elles détiennent, des tensions pourraient se produire sur les taux d'intérêt à moyen et long terme, inversant l'effet produit par les LSAP et entraînant alors un effet récessif. En outre, l'*exit* confronte la banque centrale à des choix :

– procéder ou non à des ventes d'actifs. En septembre 2014, la Fed n'envisageait d'effectuer que des ventes limitées de MBS et non d'obligations du Trésor américain, alors que la perspective d'une liquidation totale de son portefeuille de MBS (*Mortgage Backed Securities*) sur une période de trois à cinq ans avait été envisagée en juin 2011. Aucune banque centrale ayant procédé à des achats d'actifs n'a d'ailleurs encore indiqué avoir vendu les titres ainsi acquis ;

– déterminer une séquence entre la remontée des taux d'intérêt et le *phasing out* par non-réinvestissement des remboursements des titres détenus. Ainsi, après avoir indiqué en juin 2011 que l'arrêt du réinvestissement de tout ou partie du principal pourrait intervenir avant ou en même temps que la modification du guidage des anticipations, elle-même suivie du relèvement de la cible de taux des *Fed funds*, la Fed a décidé en septembre 2014 de reporter le non-réinvestissement des remboursements à un moment ultérieur à la première hausse de cible du taux des *Fed funds*. De même, la Banque d'Angleterre, qui avait indiqué en août 2013 ne pas prévoir de réduire son portefeuille d'obligations d'État tant que le taux de chômage serait supérieur ou égal à 7 %, a décidé en février 2014 d'attendre au moins jusqu'à son premier relèvement de taux directeur. La priorité a donc été au relèvement des taux directeurs plutôt qu'au *phasing out*, en raison probablement du rôle important des taux d'intérêt à long terme dans l'économie. Néanmoins, ces changements d'orientation des banques centrales sur la séquence appropriée suggèrent qu'une règle de *phasing out* serait utile ;

– fixer une règle de *phasing out* et la faire connaître au public, afin de limiter le degré de « discrétion » de la banque centrale en la matière et de réduire ainsi l'incertitude, donc le risque de volatilité forte des taux d'intérêt à long terme. Idéalement, la règle retenue devrait concorder avec des facteurs économiques fondamentaux. Il est possible, par exemple, de lier la résorption de l'excédent structurel de liquidité à la progression du crédit bancaire ou, de façon plus mécanique, de combiner la hausse des taux directeurs et le *phasing out* afin d'achever celui-ci lorsque le taux directeur atteindrait un certain niveau.

Dans l'absolu, au lieu de souhaiter un retour à la situation d'avant la crise, les banques centrales pourraient continuer à guider les anticipations ou maintenir la taille de leurs bilans à un niveau élevé ; ce serait entrer dans une ère « normale nouvelle » (*new normal*).

S'agissant du guidage des anticipations, il peut apparaître inutile en situation normale. À cet égard, il ne faut pas le confondre avec la transparence et la communication dont les banques centrales ont l'habitude : la communication par la banque centrale de ses prévisions et de la trajectoire associée du taux directeur permet d'une manière générale de réduire l'incertitude et vise à rendre la politique monétaire plus transparente. La crise a eu cet avantage

de pousser les banques centrales à être plus transparentes. Elles n'y renonceront pas après la crise et c'est heureux. En revanche, la fixation de seuils visant à encadrer les décisions futures de taux d'intérêt a moins de chances de survivre à la crise. Elle a d'ailleurs été *de facto* abandonnée par la Fed.

Quant au devenir de la taille des bilans des banques centrales, la question est cruciale car un dégonflement maladroit pourrait avoir des conséquences graves pour la stabilité financière en précipitant une crise obligataire. Certes, le bilan pourrait être utilisé comme instrument à deux égards. Il pourrait premièrement servir à contrôler les taux d'intérêt à long terme. Friedman [2014] propose ainsi que la banque centrale contrôle les taux d'intérêt à court terme par ses opérations d'*open market* et les taux d'intérêt à long terme, ainsi qu'éventuellement les primes de risque, par des achats et ventes de titres à grande échelle. Mais pourquoi les banques centrales devraient-elles en régime normal interférer, par des interventions directes sur les marchés financiers, dans l'allocation des facteurs et notamment dans la prise des décisions d'épargne des agents économiques ? Il pourrait deuxièmement être utilisé à des fins de stabilité financière. Goodfriend [2002] avait proposé, avant même la crise, que le taux directeur serve à la banque centrale pour stabiliser l'économie tandis qu'elle déterminerait son offre de réserves en fonction de préoccupations de stabilité financière, par exemple pour stabiliser les cours des titres par des achats/ventes. Une sorte de double outillage. De même, la banque centrale pourrait servir de teneur de marché en dernier ressort, stabilisant les cours sur les marchés financiers en cas de chocs systémiques. Cependant, si les investisseurs anticipent que la banque centrale réagira davantage à une baisse qu'à une hausse des cours, ils prendront plus de risques et l'économie s'en retrouverait au bout du compte plus instable !

Derrière ces interrogations autour du rôle des bilans des banques centrales s'en profile une autre : faut-il confier aux banques centrales une mission de stabilité financière de même importance que celle de politique monétaire [Valla, 2014] ? À cet égard, faut-il faire évoluer la politique monétaire ? Car si celle-ci est menée dans une perspective de moyen terme visant à éviter la formation de déséquilibres excessifs, tels qu'un emballement du crédit ou des prix d'actifs menant à la formation de bulles [Drumetz *et al.*, 2015], alors elle doit pouvoir « prendre les devants » en relevant éventuellement son taux directeur (*leaning against the wind*).

La question de la compatibilité entre politique monétaire et supervision bancaire se pose aussi. La banque centrale bénéficie d'un statut d'indépendance, est soumise à des obligations de responsabilité et joue le rôle de PDR, facteurs qui incitent à lui confier la mission de superviseur. Cependant, le risque de conflits d'objectifs entre stabilité des prix et stabilité bancaire doit être relevé : un ajustement de taux directeur peut être souhaitable pour l'une et non pour l'autre. Par ailleurs, la crise a montré la nécessité d'une approche macroéconomique de la stabilité financière où la banque centrale a un rôle important à jouer [De Bandt *et al.*, 2013]. Pour surmonter d'éventuels conflits d'objectifs, la banque centrale doit disposer d'instruments macroprudentiels, tels que des exigences de fonds propres contracycliques, rehaussées dans la phase ascendante du cycle et abaissées dans la phase de repli, que les banques doivent respecter. Enfin, pour éviter d'avoir à jouer les sauveurs et d'endosser ainsi un rôle quasi budgétaire, les banques centrales doivent pouvoir s'appuyer sur des mécanismes crédibles de résolution permettant d'organiser la fermeture ou le démantèlement d'établissements en difficulté. Cela implique notamment un fonds de résolution préalablement doté de ressources suffisantes et capable d'imposer les restructurations nécessaires. Le consensus du G20 à ce propos ainsi que la création d'un Fonds de résolution unique dans le cadre de l'Union bancaire vont dans ce sens.

### Repères bibliographiques

---

- BERG J., CLERC L., GARNIER O., NIELSEN E. et VALLA N. [2015], « A holistic approach to ECB asset purchases, the investment plan and CMU », *CEPII Policy Brief*, n° 7, avril.
- DANISH MINISTER FOR BUSINESS AND GROWTH [2015], « Negative mortgage rates », *Working Group Report*, [www.evm.dk/english/news/2015/pressrelease](http://www.evm.dk/english/news/2015/pressrelease).
- DE BANDT O., DRUMETZ F. et PFISTER C. [2013], *Stabilité financière*, De Boeck, Bruxelles.
- DRUMETZ F., PFISTER C. et SAHUC J.-G. [2015], *Politique monétaire*, De Boeck, Bruxelles, 2<sup>e</sup> édition, à paraître.
- EICHENGREEN B. [2015], *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession and the Uses – and Misuses – of History*, Oxford University Press, New York.
- FRIEDMAN B. [2014], « Has the financial crisis permanently changed the practice of monetary policy ? Has it changed the theory of monetary policy ? », *NBER Working Paper*, n° 20128.
- GOODFRIEND M. [2002], « Interest on reserves and monetary policy », *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 8, n° 1, p. 13-29.
- HANNOUN H. [2015], « Ultra-low or negative interest rates : what they mean for financial stability and growth », *Remarks at the Eurofi High-Level Seminar*, Riga, 22 avril, [www.bis.org/speeches/sp150424.pdf](http://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf).

- ORPHANIDES A. [2013], « Is monetary policy overburdened ? », *BIS Working Paper*, n° 435.
- SZCZERBOWICZ U. et VALLA N. [2015], « QE, "European style" : be bold but parsimonious », *Le Blog du CEPII*, 24 mars.
- VALLA N. [2014], « Banques centrales : les défis de la sortie de crise », *Revue d'économie financière*, n° 113, p. 227-241.