



LES DOCUMENTS DE TRAVAIL DU SÉNAT

Série : Études économiques

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Objectifs, méthodes et nouveaux problèmes

L'étude présentée dans ce document est de la seule responsabilité du Service des Études économiques et de la prospective du Sénat. Elle constitue un instrument d'information et de réflexion à l'intention des sénateurs et ne contient aucune prise de position susceptible d'engager le Sénat.

SOMMAIRE

Pages

INTRODUCTION	5
I. LA RÉGULATION MONÉTAIRE CONTEMPORAINE	7
A. GÉNÉRALITÉS	7
1. <i>Fondements théoriques et succession des objectifs de la politiques monétaire</i>	7
a) De la « monnaie voile » aux politiques volontaires issues de la théorie keynésienne	7
b) Le retour au monétarisme	9
(1) Monétaristes et « Nouveaux classiques »,	9
(2) Des banques centrales indépendantes visant principalement la stabilité des prix	10
(3) L'inflexion des objectifs intermédiaires libellés en termes de masse monétaire	11
2. <i>Une politique adjacente : le change</i>	14
3. <i>Le phénomène de création monétaire</i>	16
a) Une création essentiellement liée à l'octroi de crédit... ..	16
b) ... contrainte par des « fuites » dans le circuit monétaire	19
B. LES INSTRUMENTS DE PILOTAGE DE LA CRÉATION MONÉTAIRE	21
1. <i>Un instrument passé au second plan : les réserves obligatoires</i>	22
2. <i>Les opérations de refinancement</i>	24
a) La politique de taux directeur	24
(1) Les opérations d'open market et les facilités permanentes	25
(2) Le marché interbancaire	27
b) Quelle fonction de réaction ?	29
C. LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE	29
1. <i>Les canaux « objectifs »</i>	30
a) Le canal des taux d'intérêt	30
b) Le canal du crédit	32
2. <i>Les canaux « subjectifs »</i>	33
II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN QUESTION	35
A. DES MESURES CIRCONSTANCIÉES FACE À LA CRISE	35
1. <i>L'assouplissement du refinancement</i>	35
2. <i>Une fonction de « prêteur en dernier ressort » délicate à mettre en œuvre</i>	37
3. <i>Les mesures exceptionnelles</i>	39
B. LA REDÉFINITION DU « POLICY MIX » DANS LE CONTEXTE DES PLANS DE RELANCE	45
1. <i>De la « trappe à liquidité », qui rend la politique monétaire conventionnelle inopérante</i>	45
2. <i>... à un recours massif à la politique budgétaire, pour évacuer le risque de déflation</i>	48

C. QUELLES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES ? ÉLÉMENTS POUR LE DÉBAT	51
1. Hier : des politiques monétaires pesant sur l'activité ?	51
a) Un risque inflationniste probablement surévalué dans la zone euro	51
b) Des taux d'intérêts réels comparativement élevés	53
c) Des anticipations de croissance auto-réalisatrices	55
2. Demain : articuler politique monétaire et politique macro-prudentielle ?	56
a) Abondance du crédit et crise mondiale	56
b) Régulation macro-prudentielle et politique monétaire	57
(1) Diversifier les objectifs de la politique monétaire en direction de la régulation des prix des actifs ?	57
(2) La voie difficile de l'activation des taux d'intérêt	59
(3) Réactiver des instruments trop vite délaissés ?	59
c) Quelles marges de politique monétaire dans un contexte de fort endettement public ?	60

INTRODUCTION

La propagation de la crise financière mondiale qui s'est déclenchée l'été 2007 et sa contamination à l'économie réelle ont conduit les grandes banques centrales à mettre en œuvre une politique monétaire énergique.

La Réserve fédérale des Etats-Unis, suivie par la Banque d'Angleterre, sont rapidement entrées dans une phase de baisse des taux d'intérêt directeur.

Puis, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a encouragé les autorités monétaires à une nouvelle action coordonnée et forte de baisse des taux, entraînant cette fois la Banque centrale européenne dans le sillage des banques centrales américaine et anglaise. Ainsi, la BCE, qui avait relevé une dernière fois son taux principal taux directeur en juillet 2008, a commencé à baisser le taux « refi » à partir d'octobre 2008.

Mais ces décisions n'ont pas été suffisantes pour mettre un terme à la défiance des banques les unes envers les autres.

D'une part, la perte brutale de valeur des actifs financiers complexes, dans le sillage de la crise des « subprimes », s'est accompagnée d'une difficulté à identifier les risques encourus par les établissements de crédit, largement détenteurs de ces actifs, du fait de leur dissémination.

D'autre part, après la faillite de Lehman Brothers, il n'a plus été permis d'espérer que les pouvoirs publics porteraient systématiquement secours ou garantiraient les engagements d'une grande banque de pouvant plus faire face à ses échéances.

Ainsi, les banques centrales ont décidé d'intervenir directement sur le marché interbancaire, en injectant massivement des liquidités.

Un temps, ces politiques monétaires se sont révélées inopérantes pour rétablir la confiance sur les marchés. Les taux des prêts interbancaires demeuraient très élevés, la chute des taux des obligations publiques témoignant de la fuite de l'épargne vers les actifs les moins risqués. La rapide dégradation des bilans des banques menaçait de conduire à un apurement par restriction des conditions de crédit, sinon à des crises de solvabilité en chaîne.

Comme les banques ne voulaient plus prêter aux ménages ni aux entreprises, le recours à des instruments de politique monétaire dits « non conventionnels » est alors apparu nécessaire, ainsi que le soutien d'une politique budgétaire énergique.

Les soubresauts économiques connus dans la période récente soulignent la centralité et la complexité de la politique monétaire, mais aussi ses limites.

L'objet de la présente étude est d'effectuer un retour sur l'origine et les mutations de la politique monétaire en termes d'objectifs et d'instruments, afin de comprendre son fonctionnement actuel, d'apprécier la portée des décisions récentes et d'éclairer la réflexion, dans le contexte d'une remise en question devenue récurrente de la gouvernance économique et financière mondiale, sur les évolutions parfois envisagées du rôle et des modalités de cette politique.

I. LA RÉGULATION MONÉTAIRE CONTEMPORAINE

Les Etats ne battent plus monnaie et les banques centrales ont renoncé aux instruments autoritaires d'encadrement du crédit. **La politique monétaire est une régulation monétaire** : les banques privées créent la monnaie à la faveur des prêts qu'elles accordent et les banques centrales, souvent indépendantes du pouvoir politique, *influencent* le comportement des établissements de crédit au travers d'instruments exerçant sur elles une contrainte¹ dite « de liquidité ».

A. GÉNÉRALITÉS

1. Fondements théoriques et succession des objectifs de la politique monétaire

La politique monétaire est un instrument de politique économique générale susceptible de concourir, cumulativement ou alternativement, à la réalisation de trois objectifs principaux :

- la stabilité des prix ;
- la croissance économique et le plein emploi ;
- l'équilibre extérieur.

Ces trente dernières années, la politique monétaire a ordonné ses objectifs autour d'un principe de neutralité et rationalisé ses instruments, privilégiant un pilotage par les taux directeurs.

a) De la « monnaie voile » aux politiques volontaires issues de la théorie keynésienne

Pour les **économistes classiques**, les phénomènes monétaires n'ont pas d'incidence sur les conditions de l'échange. La monnaie est un « voile » derrière lequel « les biens s'échangent contre des biens » (loi de Say)².

Cette formulation devait être formalisée par Irving Fisher dans la **théorie quantitative de la monnaie**, au terme de laquelle le stock de monnaie ne détermine que le niveau général des prix : la masse monétaire (M) multipliée par sa vitesse de circulation (V) est égale au volume de production (T) multiplié par le niveau général des prix (P)³. Cette théorie suppose que V est stable et que T, déterminé par les facteurs de production disponibles et la productivité de ces facteurs, constitue également une variable exogène⁴. En conséquence, toute variation de M se traduit directement par une variation de P.

¹ Contrainte qui, passé un certain point, s'avère cependant irrésistible.

² Jean-Baptiste Say (1767-1832) est le principal économiste classique français.

³ Soit : $MV = PT$.

⁴ La production ne dépend que de facteurs réels (non-monétaires) dans ce paradigme.

Dès lors, toute **augmentation de la masse monétaire** que n'accompagne pas une hausse de la production, se traduit essentiellement par de **l'inflation** et, réciproquement, il est possible de lutter contre l'inflation en restreignant la masse monétaire, sans conséquence sur le niveau réel de la production.

En réaction aux politiques de restriction monétaire mises en œuvre lors de la crise de 1929, dont il jugeait les conséquences catastrophiques, **Keynes** allait s'inscrire en faux contre la théorie classique, estimant notamment que :

- la monnaie peut être désirée pour elle-même (les motifs de « spéculation » et de « précaution » s'ajoutent au motif de « transaction » pour déterminer la demande de monnaie), ce que désigne le concept keynésien de « préférence pour la liquidité »,

- les prix sont fixes à court terme,

- l'offre ne crée pas sa propre demande mais dépend de la demande anticipée par les entrepreneurs (concept de « demande effective »).

La théorie keynésienne montre que **la politique monétaire peut s'avérer indispensable pour parvenir au plein emploi**, auquel les lois du marché ne conduisent pas spontanément.

Dans une situation de sous-emploi, il convient d'accroître la quantité de monnaie pour que les taux d'intérêt baissent et que, par conséquent, l'investissement augmente, jusqu'à ce que le plein emploi soit réalisé. Cet enchaînement n'est pas préjudiciable à l'épargne, celle-ci ne dépendant pas des taux d'intérêt, mais du revenu.

Toutefois, il arrive que la politique monétaire soit inefficace. Dès lors que le taux d'intérêt a diminué jusqu'à un certain seuil, la « préférence pour la liquidité » devient absolue et l'augmentation de la quantité de monnaie ne se traduit plus par une baisse des taux d'intérêt. Cette situation est connue dans la théorie keynésienne sous la désignation de « trappe à liquidités »¹ (voir *infra*).

La logique keynésienne a inspiré les politiques économiques occidentales au sortir de la Seconde guerre mondiale, jusqu'à ce que la crise économique des années soixante-dix, marquée par la conjonction d'une accélération de l'inflation et de la montée du chômage, suscite un retour à des pratiques monétaires « orthodoxes ».

¹ Menace qui, d'ailleurs, conduit Keynes à accorder plutôt sa préférence à la politique budgétaire.

b) Le retour au monétarisme

(1) Monétaristes et « Nouveaux classiques »,

Le **monétarisme** est apparu à la fin des années soixante. Son principal promoteur, Milton Friedman, a voulu réhabiliter la théorie quantitative de la monnaie en réaction contre le keynésianisme.

Partant de la « courbe de Philips », qui montre une relation empirique inverse entre taux de chômage et inflation, il relève que cette courbe fonctionne seulement à court terme. Selon lui, les agents économiques ne sont que provisoirement victimes de l'« illusion monétaire »¹ en cas de politique monétaire expansionniste, si bien que le taux de chômage rejoint rapidement son niveau « naturel » tandis que l'inflation, en revanche, se retrouve propulsée à un niveau supérieur.

Pour mettre un terme à ce cercle vicieux inflationniste, Friedman préconise l'**abandon des politiques monétaires discrétionnaires** au profit de règles fixes. Il suggère de déterminer un objectif de croissance pour la masse monétaire compatible avec le taux de croissance moyen de la production afin de garantir la stabilité des prix à long terme. Dans cette logique, si la croissance excède son rythme potentiel structurel, l'offre de monnaie devient insuffisante et les taux d'intérêt augmentent, ce qui freine la croissance et évite une surchauffe inflationniste. Réciproquement, une baisse des taux viendrait soutenir l'activité si la croissance se trouvait inférieure à son potentiel de long terme.

Les « **Nouveaux classiques** » ont radicalisé la théorie monétariste, en supposant que les agents économiques déterminaient leur comportement sur la base d'« anticipations rationnelles »², en conséquence desquelles une politique monétaire est non seulement inefficace à long terme, mais encore à court terme, les agents raisonnant toujours en termes réels et ne pouvant donc être leurrés par une politique monétaire.

Dans ces approches, la **crédibilité des décisions** de politique monétaire prend une **importance considérable** dans la **lutte contre l'inflation**, dont elle constitue l'**objectif unique**. C'est ainsi que la **transparence** et l'**indépendance** des banques centrales sont des caractéristiques jugées indispensables par l'école monétariste.

¹ Dans l'analyse de Milton Friedman, l'illusion monétaire résulte du fait que les agents font des erreurs d'anticipation qu'ils ne corrigent que progressivement : il s'agit des « anticipations adaptatives ».

² Théorie popularisée par Robert Emerson Lucas.

(2) Des banques centrales indépendantes visant principalement la stabilité des prix

De fait, l'indépendance dont ont historiquement bénéficié la FED puis la Bundesbank après la Seconde Guerre Mondiale, a été accordée à la plupart des banques centrales sous le motif affiché de les **éloigner des pressions** d'un pouvoir **politique** susceptible d'**utiliser l'instrument monétaire à des fins de relance conjoncturelle**.

Il est à noter que des banques centrales indépendantes par rapport au pouvoir politique constituent ainsi un mode institutionnel de gestion des affaires monétaires dont la prédominance est relativement récente¹ en Europe.

De même, la **lutte contre l'inflation** est devenue sinon le seul, du moins le **premier objectif** :

- de la banque centrale européenne (BCE) ;

- des banques centrales ayant accédé, dans la période récente, à **l'indépendance** ;

Pour la **Federal Reserve** (FED), cet objectif entre **en concurrence directe** avec le soutien à la **croissance économique**, qui est un **objectif de second rang** pour la plupart des banques centrales, notamment la **BCE**.

C'est en vertu du traité de Maastricht² sur l'Union européenne que la Banque centrale européenne (BCE)³ s'est vue confier la stabilité des prix comme objectif principal. Suivant le modèle de la Bundesbank (ou, depuis 1994, celui de la Banque de France), l'indépendance de la BCE vis-à-vis du pouvoir politique a été garantie par l'article 107⁴ du traité précité.

Le concept de stabilité des prix n'est pas défini dans le traité, mais la BCE en a assuré l'interprétation, se donnant pour objectif une progression de l'indice des prix à la consommation harmonisé de la zone euro inférieure à 2 %. Il est à noter que la Banque de France avait eu le même objectif à partir de 1996.

¹ La Banque de France n'a accédé à l'indépendance qu'en 1993. Dès sa création, la Banque centrale européenne (BCE) a été calquée sur le modèle de la Bundesbank.

² Traité sur l'Union européenne signé le 7 février 1992 ; il prévoyait, outre les modalités transitoires du passage à la monnaie unique, l'organisation de la gouvernance monétaire une fois l'union monétaire réalisée, le 1^{er} janvier 2002.³ Cet objectif est plus précisément confié au SEBC (système européen de banque centrale), composé de la Banque centrale européenne et des banques centrales nationales. Les organes de décision de la BCE dirigent le SEBC.

⁴ En vertu duquel ni la BCE ni une banque centrale nationale ne peuvent solliciter ni accepter des instructions de la part des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des Etats membres ou de tout autre organisme.

La « norme » des 2 % : un plafond-cible qui s'évalue à moyen terme

En l'absence de définition précise dans le traité, le Conseil des gouverneurs de la BCE a adopté dès 1998 sa propre référence en indiquant que « *la stabilité des prix est définie comme une progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) inférieure à 2 % dans la zone euro. La stabilité des prix doit être maintenue à **moyen terme*** ».

Puis il a été précisé en 2003 que la progression de l'indice compatible avec la stabilité des prix est « *inférieure à, mais proche de 2 %* », cette nuance montrant la volonté de se prémunir contre le risque de déflation.

Au nom de la stabilité des prix, la plupart des banques centrales adoptent une cible d'inflation comprise entre 2 % et 3 %, sachant que les indices sont probablement sous-évalués car ils intègrent mal l'amélioration de la qualité des biens et des services.

Une correction des « effets qualité » vraisemblablement insuffisante

La correction des effets qualité est désormais généralisée avec, dans un certain nombre de cas, une estimation du prix à partir d'une relation économétrique entre prix et caractéristiques des produits (méthode dite des prix hédoniques). L'impact de ces traitements de la qualité a été analysé dans le cas français par Guédès (2004) pour l'année 2003. Cette étude montre que l'impact des ajustements effectués est de 0,3 %. En d'autres termes, si, contrairement à ce que demande la théorie économique, les instituts statistiques ne faisaient aucun ajustement des effets qualité, le taux d'inflation annuel serait plus élevé de 0,3 point.

Or, des études récentes ont tenté, dans le cas des États-Unis (Lebow et Rudd, 2003 et Gordon, 2006), d'évaluer la pertinence de la correction des effets qualité. Elles suggèrent que cette correction est insuffisante : au titre des seuls effets qualité, le taux d'inflation serait ainsi surestimé aux États-Unis d'environ 0,4 point.

Source : Bulletin de la Banque de France n° 160, avril 2007

- (3) L'inflexion des objectifs intermédiaires libellés en termes de masse monétaire

La théorie quantitative débouche spontanément, pour la réalisation d'un « **objectif final** » libellé en termes d'**inflation**, sur la définition d'un « **objectif intermédiaire** » concernant la **croissance de la masse monétaire**. A cet égard, la stratégie de la BCE consiste officiellement à surveiller l'évolution de l'agrégat monétaire M3 (voir encadré ci-après).

Les principaux agrégats monétaires : M1, M2, M3 et M4

Les principaux agrégats monétaires sont ici classés par ordre de liquidité décroissante :

- M1 comprend la monnaie au sens strict de moyen de paiement : les billets et pièces (**monnaie manuelle**) ainsi que les dépôts à vue.
- M2 = M1 + les dépôts à termes jusqu'à deux ans et les dépôts assortis d'un préavis de remboursement inférieur ou égal à trois mois (pour la France : CODEVI, les livrets A et bleu, le compte d'épargne logement...)
- M3 = M2 + les instruments négociables sur le marché monétaire émis par les institutions financières monétaires (IFM), et qui représentent des avoirs dont le degré de liquidité est élevé avec peu de risque de perte de capital en cas de liquidation (ex : OPCVM monétaires, certificat de dépôt).
- M4 = M3 + les bons du Trésor, les billets de trésorerie et les bons à moyen terme émis par les sociétés non financières

Mais différents éléments altèrent la pertinence de la masse monétaire comme indicateur et prescripteur de la politique monétaire.

La vitesse de circulation de la monnaie ne s'avère pas constante, si bien que la relation entre quantité de monnaie en circulation, prix et production se trouve difficile à anticiper. On a ainsi observé, en moyenne, une diminution sensible de la vitesse de circulation de la monnaie¹ depuis les années quatre-vingt, qui s'est accentuée depuis la mise en place de l'euro².

De façon plus structurelle, l'importance croissante des financements « désintermédiés », c'est à dire obtenus *via* un recours direct au marché en lieu et place du crédit bancaire³, fait de la masse monétaire un thermomètre et un levier moins pertinents.

Dès lors, un nombre croissant de banques centrales abandonne une stratégie fondée sur une stricte maîtrise des agrégats, car le lien entre masse monétaire et inflation se distend.

Les **objectifs intermédiaires** tendent aujourd'hui à être essentiellement libellés en termes de **taux d'intérêt**.

Il est à noter qu'un troisième type d'objectif intermédiaire s'impose en régime de parités monétaires fixes : le **taux de change**.

Pour sa part, **la BCE a défini deux « piliers » qui lui permettent d'évaluer les risques d'inflation dans la zone euro.**

¹ Cette vitesse peut être mesurée par le ratio PIB/M3, qui est passé de 0,55 au début des années quatre-vingt à moins de 0,2 en 2005.

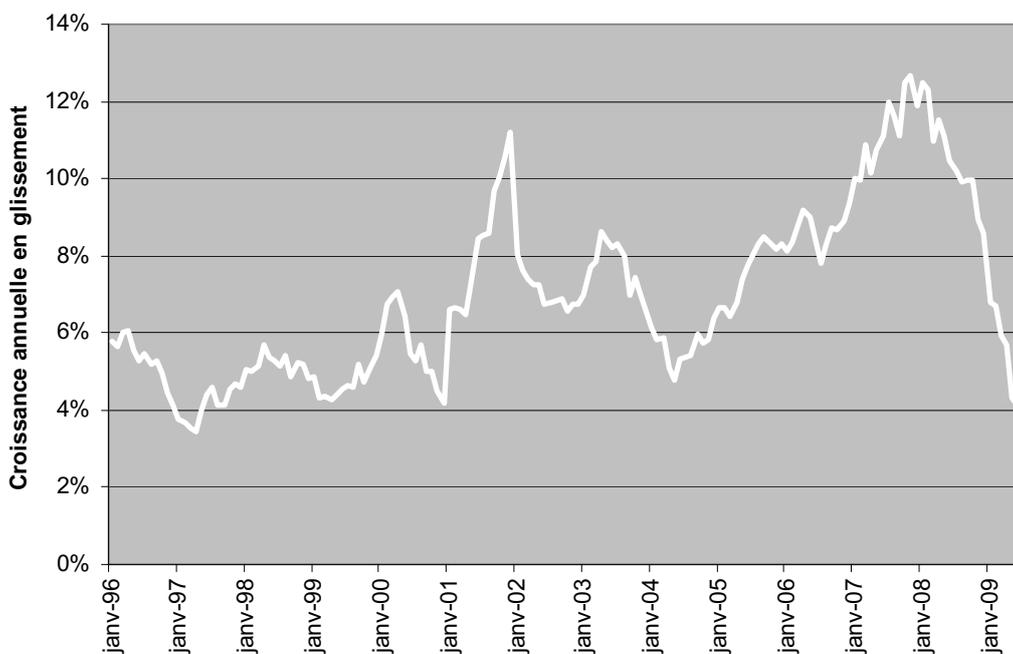
² Selon certains économistes, la détention croissante par les ménages d'actifs financiers liquide et l'essor des produits financiers structurés, compris dans l'agrégat M3, ont contribué à ce ralentissement.

³ Le crédit bancaire est la principale source de création monétaire (cf. développements infra).

En premier lieu, elle effectue une « **analyse monétaire** », c'est-à-dire qu'elle étudie l'évolution des **agrégats monétaires** dans une perspective de contrôle direct de la masse monétaire. A l'origine, le rôle central de la masse monétaire a été signalé par l'annonce d'un taux de croissance annuel de référence pour l'agrégat « M3 » de 4,5 %, cette norme représentant alors approximativement la sommation du taux de croissance à long terme et du taux d'inflation acceptable (2 %).

Dans les faits, l'agrégat M3 a progressé très fortement ces dernières années jusqu'à la crise récente, à un rythme annuel supérieur à 10 %, sans accélération manifeste des prix et sans que la BCE ne juge utile de réagir par une hausse des taux susceptible de freiner cette hausse pour rejoindre la norme de 4,5 % :

CROISSANCE DE LA MASSE MONÉTAIRE (AGRÉGAT M3) DEPUIS 1995



Sources : Sénat - service des études économiques, données Banque de France

En second lieu, elle suit l'évolution de certains **indicateurs économiques et financiers** tels que les salaires, les prix des matières premières, les taux de change, la confiance des consommateurs et des entreprises.

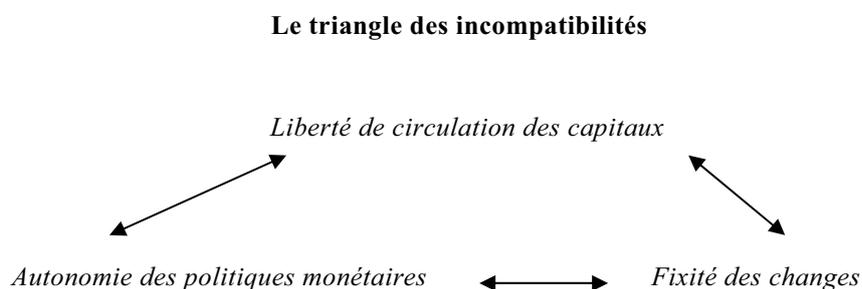
2. Une politique adjacente : le change

En théorie, une Banque centrale peut orienter le taux de change de la monnaie de deux façons : **directement**, sur le **marché des changes** en utilisant ses réserves monétaires, et **indirectement** par la **fixation de ses taux directeurs**, qui ont une influence sur l'attractivité de la monnaie nationale et donc sur son cours.

• **L'instrument de politique monétaire *stricto sensu* que constituent les taux d'intérêt est donc aussi un levier majeur de la politique de change, ce qui peut rendre délicate la conciliation de ces deux politiques.**

De 1945 à 1970, le système de Bretton Woods a reposé sur une parité fixe entre le dollar et les devises des autres pays membres. Par la suite, la plupart des pays ont conservé un ancrage du taux de change ; la France, en particulier, s'est trouvée liée par le « serpent monétaire » puis, de 1979 à 1993, par le système monétaire européen.

Dans ce contexte, les pays ne contrôlant pas les mouvements de capitaux n'ont pu mener de politiques monétaires autonomes, en vertu du « triangle des incompatibilités »¹.



Dans un contexte international, une économie ne peut pas simultanément :

- avoir un régime de change fixe ;
- disposer d'une politique monétaire autonome ;
- laisser librement circuler les capitaux (intégration financière).

Par contre, si l'un de ces objectifs est abandonné, les 2 autres deviennent réalisables, comme c'est le cas en changes flottants, dans le cadre d'une union monétaire ou dans l'hypothèse d'une autarcie financière.

Depuis les années quatre-vingt, la généralisation de la libre circulation des capitaux s'est effectuée concomitamment à un mouvement d'adoption de régimes de changes flottants.

¹ Théorème formalisé par Mundell et Fleming.

Dès lors, aussi bien dans la zone euro dans son ensemble qu'aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne ou dans certains grands pays émergents, la politique de change n'est généralement plus libellée en termes d'objectifs de parité constante.

Mais, même dans le contexte d'une **liberté** de maniement des **taux d'intérêt** pour conduire la **politique monétaire *stricto sensu***, cet instrument n'en impacte pas moins le **change**, qui est une variable fondamentale de toute politique économique. L'autonomie des politiques monétaires est donc largement théorique.

• **Réciproquement, les opérations sur le marché des changes peuvent interférer avec la politique monétaire *stricto sensu***, qu'il s'agisse de la stabilité des prix ou de l'activité économique.

Ainsi, le soutien de la monnaie locale par la banque centrale favorise la stabilité des prix en pesant sur l'activité, par le canal du taux d'intérêt (la raréfaction de la monnaie provoque une hausse des taux) et du commerce extérieur (les exportations sont découragées). Réciproquement, une vente de monnaie locale contre devise favorise une relance de l'activité *via* la baisse des taux d'intérêt et la hausse des exportations.

Il se peut que les conséquences de la politique de change concordent avec les objectifs de la politique monétaire.

Mais ils peuvent aussi bien s'opposer, et la banque centrale cherche alors à neutraliser l'impact de sa politique de change par des **interventions en sens inverse** sur le **marché monétaire** (politique dite de **stérilisation**).

La **BCE** est normalement chargée de conduire les opérations de change en appliquant la politique de change définie par les Etats membres (article 4 du traité sur l'union européenne).

Cependant, la politique de change n'a encore jamais fait l'objet de décision du Conseil semble-t-il et les interventions de la BCE pour orienter l'évolution du taux de change sont rares. La BCE demeure **libre** d'utiliser les opérations de change en vue de réaliser ses objectifs de politique monétaire.

3. Le phénomène de création monétaire

a) Une création essentiellement liée à l'octroi de crédit...

La création monétaire la plus évidente est la frappe de pièces ou l'émission de billets (**monnaie fiduciaire**¹) par une banque centrale². C'est pourtant la moins importante en termes de valeur : les billets de banque représentent moins de 10 % des encaisses des agents non financiers.

En réalité, **l'essentiel de la création monétaire** s'effectue au travers des **crédits** accordés par les banques. Selon l'adage « les crédits font les dépôts » (« loans make deposits »), tout crédit accordé par une banque augmente la masse monétaire en créant un dépôt bancaire (monnaie scripturale) de montant équivalent.

Lorsqu'un prêt est accordé, de la monnaie nouvelle est ainsi créditée sur le compte de l'emprunteur ; elle apparaît au passif du bilan de la banque, la créance correspondante figurant à l'actif de son bilan. Le processus de création monétaire est identique lorsque **la banque acquiert un actif réel ou financier**, également porté l'actif de son bilan en contrepartie du crédit inscrit sur le compte du vendeur.

*

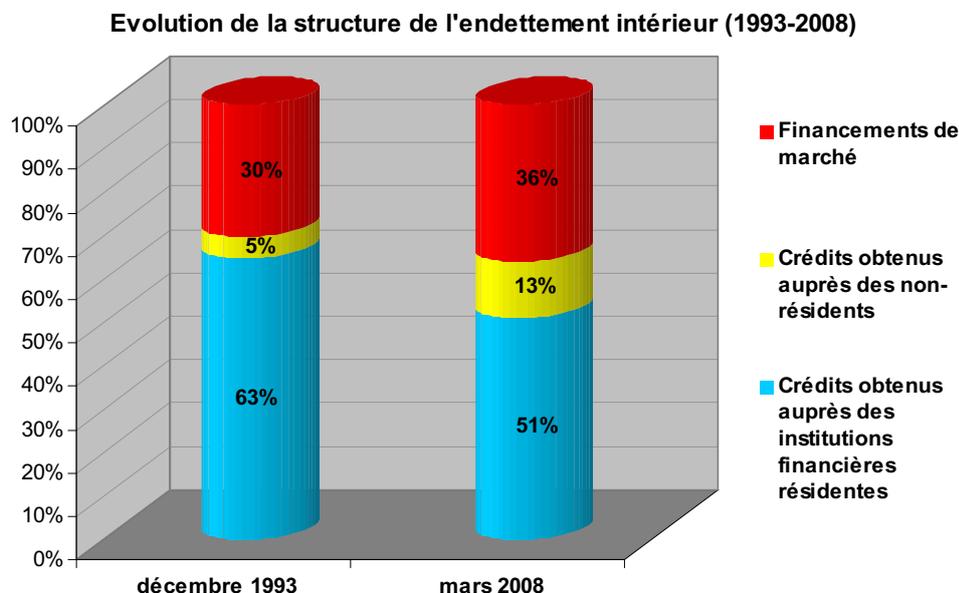
Il est à noter que l'acquisition de titres négociables par les banques prend une importance grandissante dans la création monétaire.

Cette évolution accompagne le processus de « **mobiliérisation** », ce terme décrivant le financement croissant de l'Etat et des entreprises par émission de titres (actions, obligations et titres de créance négociable) sur les marchés financiers et monétaires, observé depuis les années quatre-vingt.

¹ Les premiers billets ont été émis par les banques au XVIIème siècle en contrepartie de dépôts en or. Ils étaient acceptés en paiement grâce à la confiance -fides en latin- dont jouissaient les banques émettrices –on parle ainsi de « **monnaie fiduciaire** ». Ces billets étaient alors convertibles en or à tout moment. En revanche, la **monnaie métallique** (ou « **monnaie divisionnaire** ») a longtemps conservé une valeur intrinsèque (**monnaie étalon**) dans la mesure où elle était constituée de métaux précieux. Le bimétallisme (or et argent) a duré jusqu'au XIXème siècle, pour céder la place au monométallisme or. Puis, au cours du XXème siècle, l'ensemble de la monnaie métallique est progressivement passé de monnaie étalon à fiduciaire. La monnaie fiduciaire (billets) s'est ensuite déconnectée de l'étalon-or (à partir des années trente), déplaçant la confiance requise vis-à-vis de la banque émettrice vers l'économie dans son ensemble (abandon de l'étalon-or pour le dollar en 1971).

² Le monopole de l'émission de billets de banque par une banque centrale doit être rapproché de la décision historique de leur conférer un cours forcé. En dispensant l'institut d'émission du remboursement des billets en monnaie métallique, le lien contractuel entre l'émetteur de la monnaie fiduciaire et le détenteur de cette monnaie s'est trouvé rompu lorsque la Banque de France fut dotée, en 1803, du privilège exclusif d'émission à Paris, généralisé à l'ensemble du pays en 1848. Le cours forcé du franc n'est cependant devenu définitif qu'à compter de 1936. Il s'est imposé pendant la première guerre mondiale ou entre les deux guerres dans la plupart des pays. Seuls, les États-Unis ont conservé une forme de convertibilité de leur monnaie (limitée aux relations entre banques centrales et Trésor américain) jusqu'en 1971 (fin de la convertibilité-or).

Ces mouvements impliquent, au total, une baisse de la part du crédit dans le financement de l'économie, auquel la contribution relative des banques a donc régulièrement décliné pour n'en plus représenter qu'environ la moitié en 2008.



Sources : Sénat - service des études économiques, données Banque de France

Si l'on s'en tient au strict suivi de la part des crédits bancaires, à l'exclusion des financements en provenance des autres intermédiaires financiers (OPCVM et assurances), le mouvement de **désintermédiation** apparaît particulièrement marqué avec un taux passé de 71 % en 1978 à 41 % en 2005¹.

Cela n'est pas sans incidence sur l'activité des banques : un processus de « mobiliérisation » des bilans bancaires s'est parallèlement engagé depuis 1980, au terme duquel :

- l'actif du bilan, qui comprenait surtout des crédits à la clientèle, est désormais composé d'une majorité de titres (la création monétaire s'effectue principalement *via* l'acquisition d'actifs financiers) ;
- le passif du bilan, qui comprenait essentiellement les dépôts de la clientèle, est également composé, désormais, d'une majorité de titres.

*

¹ Ce constat doit être nuancé si l'on considère l'intégration croissante des activités de banque, d'assurance et financières, sachant que les OPCVM sont par ailleurs contrôlés à 80 % par les grandes banques. En incluant ces intermédiaires financiers dans le calcul du taux d'intermédiation, son recul apparaît moins marqué : il passe de 79 % en 1978 à 58 % en 2005 (voir Dominique Pilhon, « La monnaie et ses mécanismes », éditions La Découverte).

Si la monnaie ainsi créée circule ensuite de banque en banque, la création monétaire demeure la même à l'échelle du système bancaire. Il s'agit ici d'une **monnaie scripturale**, c'est-à-dire qu'elle repose sur un jeu d'écritures.

Ce n'est que lors du remboursement de la somme prêtée que la monnaie est détruite. En définitive, la masse monétaire s'accroît lorsque les flux de prêts nouveaux excèdent les flux de remboursement, elle diminue dans le cas inverse.

Lorsque les crédits sont accordés aux entreprises et aux ménages, on parle de **financement de l'économie**¹. Lorsque les banques achètent les titres émis par le Trésor pour couvrir le déficit budgétaire, ces opérations correspondent à un **financement de l'Etat** par création monétaire.

La création monétaire résulte encore d'**opérations avec l'extérieur** lorsque des devises sont échangées contre la monnaie considérées.

Ces trois sources de création monétaires alimentent trois catégories de créances, ou « concours », du système bancaire - créances sur l'économie, créances sur les administrations publiques (APU) et créances sur l'extérieur -, créances désignées sous l'appellation globale de « contreparties » de la masse monétaire.

Le bilan consolidé des institutions financières monétaires (IFM) laisse apparaître la structure suivante :

LES TROIS CONTREPARTIES DE M3
(Encours en milliards d'euros, août 2009)

Créances nettes sur l'extérieur	517
Concours au secteur privé	13 052
Crédits	10 758
Titres	2 294
Concours aux APU	2 846
Crédits	1 028
Titres	1 818
Ressources non monétaires des IFM (à déduire)	6 900
Dépôts de l'administration centrale	283
Engagements financiers à long terme	6 617
Divers	- 68
TOTAL	9 448

Source : BCE, calculs Banque de France

¹ Tous les crédits ne donnent cependant pas lieu à création monétaire : **les banques commerciales peuvent** –précisons ici que La Poste le doit- **financer les crédits sur une épargne préexistante**, tandis que les crédits interentreprises mobilisent des ressources préexistantes.

Toutes ces créances ne trouvent cependant pas leur origine dans une création monétaire, car les banques financent une partie de leurs crédits en mobilisant l'épargne contractuelle et des ressources non monétaires inscrites à leur passif. Ainsi, dans le tableau ci-dessus, les ressources non monétaires sont déduites afin d'obtenir le montant de M3.

b) ... contrainte par des « fuites » dans le circuit monétaire

Les établissements de crédit subissent certaines contraintes restreignant leur pouvoir de création monétaire, outre la condition *sine qua non* d'une demande de liquidité formulée par les agents non financiers : les banques ne sauraient créer de monnaie sans clients demandeurs.

Indiquons préalablement que chaque banque de second rang¹ a un compte inscrit au passif de la banque centrale, libellé dans une forme de monnaie hiérarchiquement supérieure aux autres : la **monnaie centrale**. Les banques sont toutes tenues de maintenir ce compte dans une position excédentaire.

La monnaie centrale

La **monnaie centrale**, dite encore « **monnaie banque centrale** » ou « **base monétaire** », désigne la monnaie qui a été créée directement par la banque centrale ; il s'agit :

- des espèces (pièces et billets) ;
- des soldes créditeurs des comptes des banques dans les livres (au passif) de la banque centrale, aussi appelés « réserves ».

A partir de cette base monétaire, les banques, par les crédits qu'elles accordent, accroissent la monnaie scripturale et donc la masse monétaire (mécanisme du multiplicateur, voir encadré *infra*).

Il se trouve que les banques sont confrontées à des « fuites » de monnaie centrale :

• **en premier lieu**, elles doivent satisfaire à la **demande d'espèces** de leurs clients, que fournit exclusivement la Banque Centrale. La situation se présente, par exemple, lorsqu'un client venant de bénéficier d'un crédit demande d'en retirer une partie sous forme d'espèces.

Les retraits diminuent la quantité de monnaie centrale détenue par les banques, soit qu'elles puisent dans leurs avoirs en caisse, soit qu'elles soient contraintes de se procurer des billets auprès de la banque centrale, qu'elles règlent alors par l'intermédiaire de leur compte à la banque centrale.

¹ On désigne « banque de second rang » les banques commerciales qui créent de la monnaie scripturale à destination des agents non financiers (ANF), par opposition à la banque centrale, aussi désignée « banque de premier rang », qui crée de la monnaie scripturale centrale à destination des banques de second rang.

De même, pour satisfaire à la **demande de devises** (qu'elles détiennent en quantité limitée), les banques *in fine* sont conduites à les acheter à la banque centrale ce qui se traduit par un prélèvement sur leur compte à la banque centrale ;

- **en deuxième lieu**, une partie de la monnaie créée aboutit chez d'autres organismes financiers lors des **paiements**. Des opérations de compensation globalisent ces mouvements (*infra*), dont les soldes sont réglés en **monnaie centrale** à partir de leur compte à la banque centrale.

Il est à noter que les agents non financiers ont une propension croissante à convertir leurs dépôts en actifs financiers à faible risque (parts de SICAV monétaires), ce qui réduit le pouvoir de création monétaire des banques en réduisant leurs liquidités ;

- **en troisième lieu**, les banques de second rang doivent disposer sur leurs comptes à la Banque Centrale d'une proportion fixe des dépôts de leurs clients (les **réserves obligatoires**, *infra*) ; toute augmentation des dépôts (susceptible de donner lieu à des prêts) crée donc une « **fuite** » dans la mesure où elle renforce les besoins de banque en monnaie centrale, et il en va de même de toute révision à la hausse de la proportion de réserves obligatoires.

*

Parallèlement à ces « fuites », la banque prêteuse reçoit des flux monétaires (paiements, dépôt d'espèces) en provenance d'autres banques, ces entrées étant susceptibles de les compenser ;

La règle de proportionnalité

Il est possible de montrer que lorsqu'une banque occupe une part dans la collecte des liquidités égale à la part qu'elle tient dans la distribution des financements, les fuites en dehors de son circuit (monnaie créée par la banque donnant lieu à paiement sur le compte d'autres banques ou à retrait d'espèces) sont compensées par les entrées résultant des fuites subies par les autres banques.

Tant que la première part excède la seconde, la banque demeure « sur-liquide » et n'est pas limitée dans sa capacité à créer de la monnaie. Mais si la seconde part excède la première, la banque est alors confrontée à la nécessité de se refinancer en monnaie banque centrale.

Les « fuites nettes » doivent être compensées par des ressources en monnaie centrale qui proviennent exclusivement :

- du **marché interbancaire** : il s'agit d'emprunter de la monnaie centrale aux banques excédentaires moyennant le paiement d'un intérêt ;

- ou de la **banque centrale** : les banques ont la possibilité de se **refinancer** directement auprès de la banque centrale soit en leur donnant des titres en pension (les titres viennent en garantie d'un prêt), soit en les leur vendant.

Le rôle pivot de la banque centrale

Les très nombreux règlements effectués quotidiennement par les titulaires de comptes bancaires font l'objet d'un traitement centralisé permettant d'effectuer toutes les compensations possibles entre les différentes opérations de l'ensemble des banques, sans lesquelles le système ne serait pas gérable.

Les dettes ainsi déterminées donnent ensuite lieu à des virements entre les comptes détenus par les banques auprès de la banque centrale.

B. LES INSTRUMENTS DE PILOTAGE DE LA CRÉATION MONÉTAIRE

La libéralisation des marchés financiers puis leur rôle désormais majeur dans le financement de l'économie ont abouti depuis une quinzaine d'années à **privilégier les instruments incitatifs d'intervention sur les marchés aux instruments de contrôle normatifs de la création monétaire.**

Les instruments normatifs, globalement caducs

L'encadrement du crédit

L'**encadrement du crédit** permettait d'agir directement sur le volume de crédit distribué par les banques et donc sur la masse monétaire. Ces dernières constituaient alors la principale source de financement de l'économie, avant que la désintermédiation financière ne renforce considérablement le rôle des marchés de capitaux.

Ce mode de régulation, qui aboutissait notamment à figer les parts de marché de banques incitées à servir prioritairement leurs clients traditionnels, a pris fin en France avec la réforme du marché monétaire de 1987.

Les prêts bonifiés

Par ailleurs, les **prêts bonifiés** ont permis d'orienter jusqu'à près de la moitié des crédits, au début des années quatre-vingt, vers des secteurs jugés prioritaires, notamment l'agriculture et le logement. Jugés budgétairement coûteux et peu favorables à la concurrence, ces prêts ne font plus l'objet d'une pratique générale.

Le contrôle des changes

Le **contrôle des changes** consiste en une réglementation des transactions sur le marché des changes dans le but de maîtriser les flux de capitaux entre la monnaie domestique et les devises et de stabiliser les parités de conversion. Largement pratiqué par la France, ce contrôle a été supprimé dans l'ensemble des démocraties libérales industrialisées au cours des années quatre-vingt.

Plutôt qu'une maîtrise normée du crédit, les banques centrales utilisent désormais des **instruments qui agissent sur la liquidité des banques**, c'est-à-dire sur la somme de leurs avoirs en monnaie banque centrale, pour parvenir *in fine* à piloter l'évolution des taux d'intérêt et la création monétaire. Il s'agit donc d'un contrôle indirect.

Si la banque centrale estime que la croissance de la masse monétaire est excessive, elle réduit la liquidité bancaire en augmentant les besoins en monnaie banque centrale ou en les renchérissant, notamment en asséchant le marché interbancaire et/ou en augmentant le coût du refinancement.

Réciproquement, si la banque centrale estime que la création monétaire est insuffisante, elle augmente la liquidité bancaire en diminuant les besoins en monnaie banque centrale ou en les rendant meilleur marché, notamment en apportant des liquidités sur le marché interbancaire et/ou en diminuant le coût du refinancement.

Dans les deux cas, la Banque centrale agit sur les volumes et/ou les prix.

D'autres concepts de liquidité bancaire : liquidité de financement et liquidité de marché

La liquidité bancaire est considérée comme étant « la capacité à faire face à ses obligations de trésorerie suivant leur échéance ». Mais elle peut être diversement définie.

La littérature bancaire a tout d'abord retenu une **définition étroite** de la liquidité, également appelée **liquidité de financement**.

Cette notion recouvre la liquidité (c'est-à-dire les espèces ou les actifs susceptibles d'être convertis rapidement en espèces et détenus à cet effet) nécessaire pour satisfaire les demandes de retraits de fonds à court terme émanant des contreparties¹ ou pour couvrir leurs opérations. Cette dimension de la liquidité est vraisemblablement prédominante dans le cadre de l'activité de transformation (de l'épargne à court terme en prêts à long terme) telle qu'elle est traditionnellement pratiquée par les banques.

La **seconde définition**, plus large, de la liquidité bancaire considère que les banques sont également impliquées, parfois fortement, dans la négociation d'actifs. Cette seconde dimension, plus proche de la « **liquidité de marché** » (et parfois également qualifiée ainsi), a trait à la capacité des banques à, littéralement, liquider un actif non monétaire, par exemple un titre d'investissement acquis à l'origine pour être détenu jusqu'à l'échéance, dans le cadre d'une action en dernier ressort afin de lever des fonds en monnaie de banque centrale.

La détention d'un instrument liquide peut s'avérer de peu d'intérêt dans une situation de crise soudaine, si aucun partenaire désireux d'acquérir cet actif supposé liquide à un cours raisonnable ne peut être trouvé sur le marché.

Source : Banque de France, Revue de la stabilité financière n° 9, décembre 2006

1. Un instrument passé au second plan : les réserves obligatoires

Les **réserves obligatoires** sont des dépôts obligatoires des établissements financiers auprès de la banque centrale. **Rémunérées ou non** selon les pays, leur montant constitue généralement un **pourcentage (coefficient de réserve)** de l'encours de leurs **dépôts**², le plus souvent de leurs dépôts à court terme.

¹ *Etablissements susceptibles d'accéder aux instruments de la politique monétaire (ainsi, seuls les établissements assujettis à la constitution de réserves obligatoires peuvent avoir accès aux facilités permanentes et participer aux opérations d'open market par voie d'appels d'offres normaux – voir infra).*

² *Les réserves obligatoires peuvent aussi être fonction du volume des crédits.*

Initialement créées dans un but prudentiel, elles sont ensuite devenues un instrument central de **politique monétaire** : en modifiant les coefficients de réserve, la banque centrale agit directement sur la **liquidité bancaire**.

Mais les politiques actives de réserve obligatoires, autrefois fréquentes, ne perdurent guère aujourd'hui que dans les pays en voie de développement.

Aujourd'hui, les banques centrales de la sphère occidentale ne réajustent les coefficients de réserve qu'à intervalles très éloignés et privilégient les politiques de taux directeur, même si **les réserves y conservent un rôle structurel de pression sur la liquidité bancaire**.

Dans la zone euro, l'assiette est formée des dépôts et des titres de créance et instruments du marché monétaire, dont les échéances sont inférieures à deux ans. La banque centrale européenne a fixé le taux de réserve obligatoire à 2 %. Ces dernières y sont rémunérées au taux de l'opération principale de refinancement (*infra*).

Diviseur de crédit, multiplicateur de crédit et réserves obligatoires

Diviseur et multiplicateur de crédit sont des représentations permettant d'établir un lien prévisible entre création monétaire et besoins des banques en monnaie centrale, compte tenu des « fuites » en monnaie banque centrale engendrées par toute création monétaire (*supra*).

Les données à prendre en considération sont le taux de réserve obligatoire (r) et la propension moyenne des agents à détenir une partie de leur monnaie sous forme de billets (b). Comme on raisonne au niveau de l'ensemble des banques, on néglige ici les fuites résultant des paiements, qui se neutralisent les uns les autres.

• Diviseur de crédit

Le **diviseur de crédit** permet d'**appréhender le besoin en monnaie centrale** résultant d'un **certain volume de création monétaire**.

Après avoir créé une quantité q de monnaie, on peut montrer que les banques doivent se procurer un supplément de monnaie centrale Q égal à $d \times q$, avec d (diviseur de crédit) égal à $b + r - (r \times b)$.

Exemple : supposons que $r = 2\%$ et que $b = 10\%$, il vient alors que $d = 0,118$. Si les banques accordent par exemple 1 million d'euros de nouveaux crédits, elles doivent se procurer 118.000 euros de monnaie centrale. En l'absence de réserves obligatoires ($r=0$), $d = b$.

En supposant que b est constant à court terme, on relève que le besoin en monnaie centrale engendré par une hausse du crédit est d'autant plus fort que le taux de réserves obligatoires est élevé.

• Multiplicateur de crédit

Le **multiplicateur de crédit** permet d'**approcher le volume de création monétaire** permis par un **accroissement des disponibilités bancaires en monnaie banque centrale**.

L'hypothèse est celle d'une politique monétaire expansionniste, la banque centrale décidant par exemple d'acheter des titres aux banques si bien que leurs avoirs en compte à la Banque Centrale augmentent.

Suivant une démarche inverse de celle suivie pour le diviseur de monnaie, ce supplément de monnaie centrale Q' permet aux banques de distribuer un supplément de crédit q' égal à $m \times Q'$, avec m (multiplicateur de crédit) égal à $1 / d$, donc égal à $1 / (b + r - (r \times b))$.

Exemple : supposons toujours que $r = 2\%$ et que $b = 10\%$, il vient alors que $m = 8,5$. Si les banques centrales procurent 118.000 euros de monnaie centrale aux banques, ces dernières peuvent accorder 1 million d'euros de nouveaux crédits.

En supposant que b est constant à court terme, on relève que la hausse du crédit rendue possible par une hausse initiale de la base monétaire est d'autant plus faible que le taux de réserves obligatoires est élevé.

2. Les opérations de refinancement

a) La politique de taux directeur

Les principales banques centrales interviennent essentiellement au travers d'opérations de **refinancement**, donnant lieu à un **pilotage de la masse monétaire en circulation via la fixation du niveau des taux directeurs**.

Les opérations de refinancement consistent en un **prêt de monnaie centrale garanti** par des transferts de **titres**¹, avec engagement de reprise à terme.

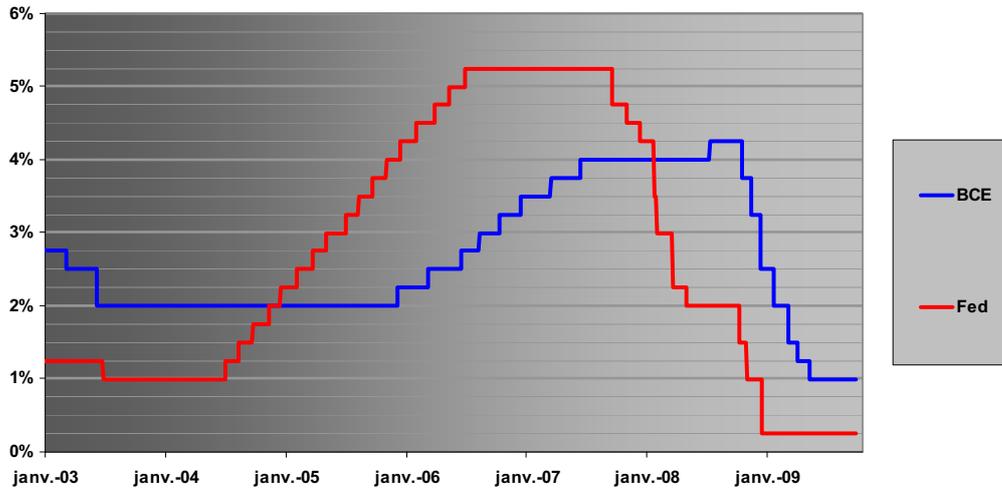
Schématiquement, une baisse des taux améliore la liquidité des banques qui, se refinançant à un moindre coût, améliorent normalement les conditions qu'elles proposent aux ménages et aux entreprises, ce qui est favorable à l'activité mais peut aussi exercer une pression à la hausse sur le niveau des prix. Réciproquement, une élévation des taux directeurs est de nature à rehausser les taux imposés aux débiteurs, ce qui pèse sur l'activité et le niveau des prix.

L'évolution récente du principal taux directeur de la FED et de la BCE souligne le rôle contra-cyclique assigné à la politique monétaire, de façon assez spectaculaire², dans la crise financière :

¹ Notamment des bons du Trésor. Les critères d'éligibilités des créances sont abordés *infra* (« L'assouplissement du refinancement »).

² Le taux pratiqué par la Banque d'Angleterre est actuellement à son plus bas niveau depuis la fondation de l'institution en 1694.

ÉVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE ET DE LA FED



Source : Sénat, service des études économiques

(1) Les opérations d'open market et les facilités permanentes

Dans la **zone euro**, trois catégories d'opérations sont pratiquées par la BCE. La première est constituée d'opérations d'« **open market** », c'est-à-dire d'interventions sur le **marché interbancaire**¹ à la discrétion de la banque centrale. Les deux autres constituent des **facilités permanentes**, opérations laissées au contraire à la discrétion des banques de second rang. **Trois taux directeurs** sont ainsi définis auprès de la BCE :

- le taux de l'**opération principale de refinancement (OPR)*** (ou « **taux de refinancement** » ou « **taux refi** », ou « **taux repo** » et le plus souvent, par simplification, « **taux directeur** »): il s'agit du **principal taux directeur**, auquel la BCE prend en pension² un volume plus ou moins important de titres prédéterminés (« **titres éligibles** ») sur **appels d'offre hebdomadaires**, pour une durée de **deux semaines**. Il s'agit d'un « **taux plancher** » pour les taux d'intérêt à court terme car si les banques pratiquaient des taux inférieur, tout refinancement leur occasionnerait des pertes ;

¹ Marché sur lequel les organismes financiers échangent contre des titres leurs disponibilités en monnaie centrale à des taux libres.

² La mise en pension de titres consiste à les vendre tout en s'engageant à les racheter à une échéance et à un prix connus à l'avance.

Les autres opérations d'open market

• **prises en pension à échéance trois mois*** : il s'agit de prises en pension qui, à la différence de l'opération principale de refinancement, sont des opérations mensuelles et durent trois mois ; elles sont principalement destinées aux établissements de moindre taille qui font plus rarement appel au marché interbancaire pour couvrir leurs besoins de liquidité et pour lesquels une procédure simplifiée de refinancement est apparue souhaitable ;

• **opérations de « réglage fin »** : autres opérations de prises en pension* n'obéissant à aucune règle de durée ou de fréquence, et dont l'objectif est de réagir rapidement à des fluctuations imprévues de la liquidité ;

• **prêts garantis par des actifs*** : dans ce cadre, les actifs restent la propriété de l'emprunteur (à la différence de la prise en pension) ;

• **opérations fermes** : la BCE peut procéder à l'**achat** ou à la **vente** ferme de titres contre de la monnaie banque centrale, le transfert étant ici définitif ; on parle ici d'« opération structurelle »

• **reprises de liquidité en blanc et émissions de certificats de dette par la BCE*** : méthodes d'assèchement de la liquidité consistant, pour la première, à offrir une rémunération fixe pour les dépôts à terme effectués auprès des banques centrales nationales et, pour la seconde, à émettre des certificats négociables d'une durée inférieure ou égale à un an (opération structurelle) ;

• **échanges de devises** : échanges simultanés au comptant et à terme d'euros contre devises.

* : l'astérisque désigne les opérations effectuées suivant une procédure d'appel d'offre. Les autres opérations suivent une procédure bilatérale (à l'exception des facilités permanentes, à la discrétion des banques).

• le taux de la **facilité de prêt marginal** (facilité permanente) : il s'agit d'un taux auquel la BCE fournit automatiquement des liquidités à 24 heures aux banques demandeuses, sans autre limitation que le montant des actifs que ces dernières sont susceptibles de lui apporter en garantie. Ce taux, plus élevé que le taux refi puisque les banques accèdent à la facilité sans restriction et donc sans maîtrise instantanée du volume de refinancement par la banque centrale, l'excède habituellement d'un point (ou 100 points de base¹) ;

• le taux de la **facilité de dépôt** (facilité permanente), auquel la BCE rémunère les disponibilités que les banques peuvent lui prêter, sans limitation de montant ni de durée. Ce taux, nécessairement fixé à un niveau inférieur au taux refi (sans quoi les banques de second rang pourraient gagner de l'argent en déposant simplement auprès de la BCE la monnaie centrale obtenue au terme d'une OPR), lui est habituellement inférieur d'un point.

Par construction, le taux refi est donc situé entre le taux de prêt marginal et le taux de rémunération des dépôts. A noter qu'il existe d'autres méthodes de financement (prêts en blanc², émission de titres, swaps ...) pour les banques en mal de liquidités.

¹ Cette expression, très usitée dans le langage financier, désigne un centième de pourcentage.

² C'est-à-dire non garantis.

La question de l'orientation de la **politique monétaire** consiste essentiellement à fixer le taux d'intérêt directeur à un niveau compatible avec les objectifs macroéconomiques de la banque centrale.

Cette question est parfois distinguée de celle de la **gestion de la liquidité**, qui a pour objectif de permettre au marché monétaire, et plus généralement aux marchés financiers, de fonctionner « normalement », de telle sorte que les impulsions de politique monétaire puissent être transmises efficacement au reste de l'économie.

(2) Le marché interbancaire

Les établissements de crédit s'octroient mutuellement des prêts en monnaie centrale sur le marché interbancaire. Les taux y sont suivis via deux indicateurs :

- l'**Eonia** (**Euro overnight index average**) donne le taux moyen pratiqué **au jour le jour** sur le marché monétaire ;

- l'**Euribor** (**Euro interbank offered rate**) donne un taux moyen pour les échéances allant d'une semaine à un an.

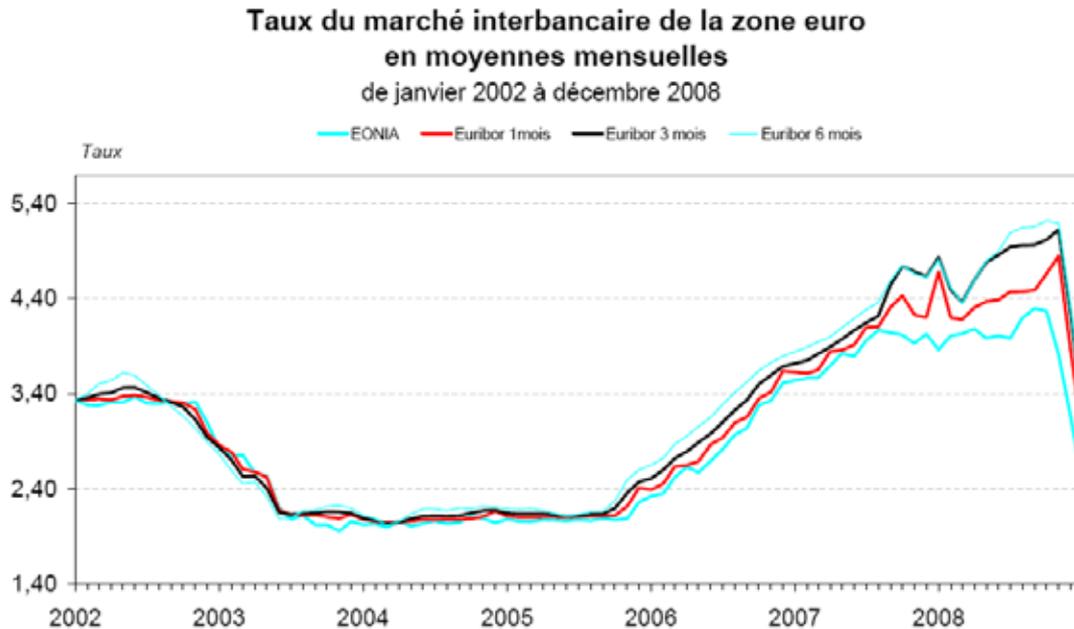
Eonia et **Euribor** sont des **moyennes de taux interbancaires** pratiqués par un échantillon de 57 établissements bancaires les plus actifs de la zone Euro. Des moyennes¹ quotidiennes de taux prêteurs sur différentes échéances (au nombre de 13) sont ainsi effectuées sur la base des informations communiquées par ces établissements.

Les taux des livrets d'épargne sont basés sur ces taux de marché. Le taux Euribor à 3 mois sert de référence pour beaucoup de prêts variables, fonds monétaires et autres produits structurés...

D'une façon générale, **les taux ont tendance à augmenter avec la maturité**², mais dans une faible mesure compte tenu d'un horizon qui reste celui du court terme. On observera néanmoins, sur le graphe suivant, que la défiance résultat de la crise des subprimes a singulièrement accru les spreads (écarts) de taux du marché interbancaire.

¹ Moyennes effectuées après élimination des 15 % de cotation extrêmes et exprimées avec trois décimales.

² C'est-à-dire, la durée.



Source : site de la Banque de France

Le **marché interbancaire** a une **importance primordiale**, puisque c'est sur cette place que les banques à la recherche de liquidités en trouvent, soit auprès des banques excédentaires, soit auprès de la BCE au travers de ses appels d'offre.

Les taux du marché interbancaire sont situés :

- généralement, à un **niveau supérieur à celui du « taux refi¹ »** ; le « spread »² n'excède habituellement guère quelques dixièmes de points, sauf dans l'hypothèse d'une défiance marquée entre établissements financiers, ce qui est le cas pour la crise des subprimes (voir graphes *infra* « MONTÉE ET REFLUX DES TENSIONS SUR LES MARCHÉS INTERBANCAIRES ») ;

- toujours à un **niveau inférieur à celui des facilités de prêt marginal**, car plus l'Eonia s'approche de ce taux, plus les banques sont incitées à recourir systématiquement à cette facilité.

Au total, les opérations d'open market servent à piloter le taux d'intérêt au jour le jour, tandis que les facilités permanentes le maintiennent dans un corridor.

¹ L'éonia peut cependant se trouver provisoirement inférieur au taux refi à l'approche d'une baisse annoncée -ou pressentie- du taux de refinancement de la banque centrale.

² Spread signifie écart en anglais. L'utilisation de ce terme sur les marchés financiers est générale et très diverse, seul le contexte permettant de savoir de quoi l'on parle.

b) Quelle fonction de réaction ?

La relation entre l'évolution des variables économiques et celle des taux directeurs est appelée « fonction de réaction » des autorités monétaires. Cette approche est de nature keynésienne car pour les monétaristes, l'évolution des taux d'intérêt ne doit servir qu'au respect d'un objectif de croissance de la masse monétaire.

Quelle règle de politique monétaire optimale ? L'approche de Taylor

La plus connue de ces fonctions de réaction est la « règle de Taylor ». Elle relie le taux d'intérêt (i) décidé par la banque centrale au taux d'inflation de l'économie et à l'écart entre le niveau du PIB et son niveau potentiel. Soient i_n le taux d'intérêt considéré comme « neutre » à long terme¹, p le taux d'inflation courant, p^* la cible d'inflation de la banque centrale, y et y^* les niveaux respectifs de la croissance et de la croissance potentielle.

L'équation s'écrit alors : $i = i_n + 0,5 (p - p^*) + 0,5 (y - y^*)$

On constate que le taux d'intérêt doit être égal à la croissance potentielle augmentée du taux d'inflation toléré dans la zone de référence lorsque la croissance économique est sur une trajectoire d'équilibre.

Cette règle suggère ainsi que le taux directeur doive être majoré quand l'inflation dépasse sa cible ou quand l'économie semble « en surchauffe » et diminué dans les situations inverses.

Parfois, les objectifs des politiques économiques peuvent être contradictoires, par exemple lorsqu'il y a stagflation, l'inflation dépassant sa cible alors que l'économie est en situation de sous-emploi. Dans ce cas, la règle de Taylor aide à mettre en balance ces différentes considérations pour fixer le taux d'intérêt. Il est possible d'accroître les pondérations liées à l'activité ou à l'inflation, mais au risque d'augmenter la volatilité des taux d'intérêt des Banques centrales.

En réalité, la plupart des banques centrales ont un mode de détermination des taux d'intérêt opaque, signe d'une **pratique discrétionnaire**. Mais la règle de Taylor présente toujours l'intérêt de **servir de référence à l'appréciation du sens donné par les autorités monétaires à la politique monétaire**.

C. LES CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Les instruments de politique monétaire influent sur l'économie réelle en suivant différents canaux, objectifs et subjectifs. Parmi les canaux dits « objectifs », deux revêtent une particulière importance : le canal du taux d'intérêt et le canal du crédit, auxquels s'ajoutent le canal du bilan, le canal du cours des actions et celui du taux de change.

¹ Ce taux peut être considéré comme résultant de la sommation du taux de croissance potentielle (taux d'intérêt réel neutre) et du taux d'inflation anticipé.

Les canaux « subjectifs » sont liés aux anticipations des marchés sur la base d'annonces et d'interventions de la banque centrale. L'hypothèse ici privilégiée pour illustrer ces mécanismes est celle d'une baisse des taux d'intérêt, hypothèse naturellement réversible.

1. Les canaux « objectifs »

a) *Le canal des taux d'intérêt*

Dans la représentation keynésienne, si l'offre nominale de monnaie augmente alors que les prix demeurent constants, il en résulte une diminution du taux d'intérêt¹ qui incite les entreprises à investir, ce qui accroît la demande globale en raison du multiplicateur².

Au premier abord, cette approche semble fruste car la politique monétaire joue essentiellement sur les taux d'intérêt nominaux à court terme alors que la décision d'investir se fonde plutôt, avec d'autres autres facteurs (notamment la demande anticipée), sur les taux d'intérêt réels à long terme.

Elle est pourtant plus robuste qu'il n'y paraît, **le taux directeur courant et sa trajectoire future anticipée déterminant assez largement le taux d'intérêt réel à court, moyen ou long terme**, les anticipations d'inflation étant au surplus relativement rigides à court terme.

¹ Dans la représentation néokeynésienne ISLM, cette politique engendre un déplacement vers la droite de la courbe LM (voir infra).

² Une vague initiale d'investissement entraîne, via la distribution du revenu engendré par son financement, une première vague de demande du même montant, diminué cependant de la partie de ce revenu destinée à l'épargne et de celle ayant servi à acquérir des biens ou services importés. Cette première vague de demande entraîne une nouvelle distribution de revenu, qui alimente une deuxième vague de demande nationale, d'une ampleur à nouveau atténuée par les fuites que représentent l'épargne et les importations, et ainsi de suite. Au total, l'investissement initial démultiplie la production selon un facteur dont la théorie keynésienne donne le calcul (selon des modalités semblables à celui du multiplicateur monétaire décrit plus haut).

Canal des taux d'intérêt et courbe des taux

Il existe, sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, dont chacun correspond à une durée et une catégorie d'emprunteurs déterminées. On peut les représenter par une « courbe des taux », qui définit, pour une catégorie d'emprunteurs donnée, le taux des emprunts à chaque maturité (trois mois, six mois, un an, deux ans, dix ans... et jusqu'à trente ou quarante ans). La courbe des taux présente généralement une pente positive, les taux à long terme étant supérieurs aux taux courts.

C'est à travers la courbe des taux, son niveau et sa pente que **les changements de taux directs se diffusent à l'économie.**

La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend principalement de trois facteurs :

- l'évolution future anticipée des taux courts. On montre, en effet, que si les marchés anticipent, à l'avenir, une hausse des taux courts, les taux longs vont également monter en proportion. En fait, **le taux à dix ans, par exemple, est égal à la combinaison des dix taux à un an anticipés pour chacune des dix années à venir ;**

- l'incertitude qui affecte ces anticipations de taux : elle se matérialise par une prime de risque spécifique. Plus les anticipations de taux courts futurs sont incertaines, plus les taux longs sont élevés. C'est une des raisons pour lesquelles les banques centrales s'attachent à préserver leur crédibilité : avec des anticipations bien ancrées, les primes de risque sont moins élevées ;

- enfin, les taux longs sont affectés par l'offre et la demande de titres aux différentes échéances. Par exemple, si les compagnies d'assurance accroissent leur demande de titres d'État à dix ans, le prix de ces titres augmente et leur taux baisse. À l'inverse, si le déficit budgétaire se creuse, l'État doit émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'État émetteur s'élève.

En déterminant son taux directeur, la banque centrale vise à agir sur l'ensemble des taux qui affectent l'économie nationale :

- une variation du taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, un déplacement de la courbe des taux, au moins sur sa partie courte ;

- si la banque centrale est crédible, elle peut également, à travers sa communication, influencer les anticipations d'inflation future, donc la pente de la courbe de taux ;

- il faut noter enfin que l'économie réagit au niveau et aux variations des taux d'intérêt réels, c'est-à-dire la différence entre les taux nominaux dégagés par le marché et l'inflation anticipée. La banque centrale agit également sur l'inflation anticipée, donc sur les taux réels, selon qu'elle est plus ou moins crédible.

Source : Banque de France, Focus n°4 « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », par Olivier Loisel et Jean-Stéphane Mésonnier, 23 avril 2009

L'évolution des taux constatée sur les marchés financiers a un impact direct sur le financement de l'économie et donc sur l'activité. Cet impact direct est cependant bien plus fort aux Etats-Unis ou en Grande Bretagne que dans la zone euro, car l'intermédiation bancaire y joue un plus grand rôle. Le canal du crédit prend alors le relais du canal des taux d'intérêt.

b) Le canal du crédit

Les variations de la liquidité bancaire jouent sur la capacité des établissements de crédit à consentir des prêts, favorisant l'investissement et la consommation.

Le canal du crédit se situe dans le prolongement du canal des taux, qui déterminent le coût des ressources que les banques se procurent, à court terme, sur les marchés monétaires ou, à long terme, sur les marchés financiers, et que ces dernières répercutent auprès de leurs clients.

Il se distingue de celui des taux d'intérêt en ce qu'il joue sur le volume et les conditions des prêts bancaires, et non sur les conditions de financement direct par le recours au marché.

Ce canal, qui suppose que le crédit puisse être rationné sans que les taux d'intérêt viennent en équilibrer l'offre et la demande, est mis en avant par les keynésiens plutôt que par les monétaristes, plus confiants dans la capacité des marchés à assurer une allocation optimale des moyens.

Plus prosaïquement, ce canal est plus efficace dans les zones où l'intermédiation bancaire est la plus forte : dans la zone euro, où les banques assurent 75 % du financement de l'économie contre 10 % aux Etats-Unis¹, le canal du crédit est particulièrement important dans la transmission de la politique monétaire.

¹ Voir Banque de France, Focus n°4 « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire », par Olivier Loisel et Jean-Stéphane Mésonnier, 23 avril 2009.

Les autres canaux de transmission de la politique monétaire

• Le canal étroit du crédit bancaire

La théorie distingue du canal du crédit *lato sensu*, ou « canal large du crédit bancaire », le « canal étroit du crédit bancaire », ou **canal du bilan**.

Si les taux d'intérêt baissent, il en résulte une augmentation du cours des actions (voir *supra* le canal du cours des actions) qui fait baisser la « prime de financement externe », représentative du risque de non-remboursement, versée par les entreprises lorsqu'elles recourent à une banque mais aussi aux marchés pour se financer

• Le canal du cours des actions

Une baisse du taux d'intérêt réduit l'attrait des obligations au profit des actions dont le cours progresse en conséquence, si bien que la valeur boursière des entreprises s'élève par rapport au coût de renouvellement du capital, encourageant ce dernier. Ce canal reprend la théorie du ratio « Q de Tobin », théorie des choix d'investissement élaborée en 1969 par l'économiste James Tobin.

L'idée de base de ce modèle est la suivante : l'entrepreneur investit dans de nouveaux projets si le marché les valorise au-delà de ce qu'ils ont coûté. L'investissement est rentable tant que l'accroissement de la valeur de la firme reste supérieur à son coût.

James Tobin propose de suivre un ratio, dit « Q-moyen », rapport de la valeur boursière de la firme à son capital au coût de remplacement. En effet, sous l'hypothèse d'efficience du marché boursier, la valeur de marché d'une firme est exactement égale à la somme actualisée de ses flux de profit futurs. Un « Q-moyen » supérieur à 1 révèle que le marché anticipe une rentabilité de l'investissement au-delà de son coût. Au contraire, si ce ratio est inférieur à 1, le marché anticipe une rentabilité de l'investissement inférieure à son coût. Dans cette dernière hypothèse, l'intérêt des actionnaires serait de revendre les équipements existants à leur coût de remplacement. Si cela est impossible, il convient au moins de ne plus investir, et d'amortir progressivement le capital existant.

• Le canal du taux de change

Une baisse des taux d'intérêt rend la monnaie considérée moins attractive, entraînant sa dépréciation et donc une baisse des prix nationaux par rapport aux prix étrangers. Il en résulte un accroissement des exportations favorable à la production nationale.

En revanche, l'augmentation du prix des importations renforce l'inflation. Réciproquement, une appréciation de la monnaie se traduit par un phénomène de désinflation importée.

2. Les canaux « subjectifs »

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, les banques centrales accordent une **importance majeure** au canal de l'information.

En premier lieu, elles indiquent par avance leurs intentions afin **d'influencer le comportement des acteurs économiques**, qui adaptent leur comportement sur la base d'anticipations concernant l'évolution des rémunérations, de la consommation, des capacités de production, etc.

En second lieu, cette action permet aussi de renforcer leur **crédibilité** (*supra*).

Ainsi, les modifications de taux directeurs, habituellement minimes (par palier de 25 points de base) sont bien souvent annoncées, commentées et resituées dans une **logique générale de soutien à l'activité ou de maîtrise de l'inflation**, de telle sorte que les anticipations des acteurs économiques diffèrent de ce qu'ils seraient en considération du seul mouvement de taux. Le taux EONIA au jour le jour tient lieu d'« objectif opérationnel » pour asseoir la politique choisie.

Les annonces préalables sont parfois si précises que le canal de l'information aboutit à « lisser » l'effet de la modification du taux sur la période antérieure, les marchés ayant totalement intégré l'information lors de la modification effective du taux directeur.

Les mouvements observés sur les taux longs¹ permettent, dans une certaine mesure, d'évaluer la portée de l'action d'une banque centrale.

On rappelle que, d'une part, le taux long représente une moyenne des prévisions² relatives aux taux d'intérêt à court terme (taux courts³) et que, d'autre part, le rendement des obligations d'Etat comprend une « prime de risque obligataire »⁴.

Si l'on suppose une prime de risque obligataire constante, une baisse des taux longs par rapport aux taux courts en vigueur signifie qu'une baisse des taux courts est plausible. Cette anticipation d'un assouplissement de la politique monétaire correspond, dans des proportions variables :

- à l'anticipation d'un repli de l'inflation ;
- à l'anticipation d'un ralentissement économique.

Si la banque centrale baisse ses taux directeurs (ce qui entraîne normalement une baisse des taux courts), une baisse des taux longs signifie que son action est jugée durable et ne crée pas de risque d'inflation.

La crédibilité acquise par les banques centrales dans le domaine de la maîtrise de l'inflation explique aussi que les taux d'intérêt à long terme se situent, aujourd'hui, à un niveau historiquement faible.

¹ Les taux longs sont ceux auxquels empruntent l'Etat, les organismes sociaux, les collectivités locales, les entreprises publiques ou privées, sur des durées longues (10, 30 voire 50 ans dans le cas de l'Etat). Ces taux fluctuent librement en fonction du jeu de l'offre et de la demande. Les valeurs le plus couramment observées sont les taux servis pour les obligations du Trésor à 10 ans.

² En théorie, les agents effectuent leurs arbitrages sur le marché de l'épargne en considérant que la rémunération d'un emprunt à long terme est égale à celle d'une succession d'emprunts à court terme sur une période équivalente.

³ Taux déterminé sur le marché monétaire à court terme (entre un jour et 2 ans). Les taux courts sont directement influencés par les taux directeurs.

⁴ Cette prime dépend de caractéristiques telles que la liquidité du titre, le risque de défaut de paiement et l'incertitude sur les rendements anticipés.

II. LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN QUESTION

Face à la crise financière, les banques centrales ont réagi avec vigueur en utilisant tous les leviers dont elles disposaient. Cet épisode amène à s'interroger, de façon structurelle, sur la pertinence des instruments et des objectifs assignés à la politique monétaire.

A. DES MESURES CIRCONSTANCIÉES FACE À LA CRISE

Dans le cadre d'une crise de confiance entre établissements financiers aboutissant au blocage du marché interbancaire, les banques centrales ont procédé à un nouveau calibrage des instruments habituels de l'open market.

Mais lorsque la défiance a atteint un certain degré – le point culminant étant celui de la faillite de Lehman Brothers –, les canaux de transmission de la politique monétaire ont dysfonctionné et le recours à des instruments « non conventionnels » s'est alors imposé...

1. L'assouplissement du refinancement

Les marchés interbancaires ont connu une crise de confiance depuis septembre 2007 avec l'annonce par différentes banques de leur exposition aux créances « subprimes », crise considérablement aggravée à partir de septembre 2008 avec la chute de la banque d'affaires Lehman Brothers.

Cette situation a abouti au **blocage du marché interbancaire** : les banques ayant des liquidités disponibles n'ont plus voulu prêter aux autres banques de peur de n'être pas remboursées (accumulant donc leurs excédents sur le compte courant qu'elles détiennent auprès de la banque centrale), et celles à court de liquidités n'ont plus trouvé de prêts, ce qui les menaçait de faillite. En d'autres termes, la **crise de liquidité** promettait de devenir une **crise de solvabilité**, d'autant que les actifs des banques perdaient rapidement de leur valeur, les obligeant à reconstituer des fonds propres alors que nul investisseur privé ne semblait réellement désireux d'y contribuer.

Les banques centrales se sont vues contraintes d'intervenir massivement sur le marché interbancaire pour y rétablir la confiance. Elles ont fait en sorte que les banques ayant des besoins de liquidités puissent se les procurer en **assouplissant leurs conditions de refinancement**.

Les adaptations ont essentiellement tendu :

- à **allonger les maturités** des opérations de refinancement ;
- à **élargir la gamme des actifs acceptés en garantie** ;
- enfin, à **accroître sensiblement**, à partir de septembre 2008, **les volumes acceptés en refinancement**, augmentant d'autant la quantité de monnaie centrale et donc la base monétaire.

Si l'on considère la **zone euro**, la BCE s'est rapidement vue contrainte de procéder ponctuellement à des **opérations « de réglage fin » de montants importants**¹ dans le cadre d'« appels d'offre rapide ».

De façon plus structurelle, elle a, dès septembre 2007, **augmenté la part de ses refinancements à plus long terme** (trois mois) et réduit corrélativement celle de ses financements à plus court terme (une semaine). A partir d'avril 2008, des **opérations principales de refinancement d'une durée de 6 mois** ont même été introduites (et leur volume a doublé à partir du 9 octobre 2008, date à partir de laquelle l'écart entre les taux d'intérêt de la facilité de prêt marginale et de la facilité de dépôt a par ailleurs été ramené de 2 % à 1 %, afin de placer les banques dans une situation plus confortable).

Puis les **montants alloués lors de l'OPR** hebdomadaire ont dépassé les montants dits « de référence »² et, à partir du 15 octobre 2008, les adjudications se sont faites **sans limite et à taux fixe**. Si les opérations d'open market et le recours à la facilité de prêt marginal ont continué à être réalisés contre remise de **garanties**, la **liste des actifs éligibles a été élargie** à la même date, au moins jusqu'à fin 2009³.

Finalement, **les établissements de crédit n'ont plus été tributaires du marché monétaire pour leurs besoins quotidiens de liquidités**.

Toutefois, à compter du 21 janvier 2009, le corridor précité a été rétabli à 2 % afin d'inciter les banques à reprendre leur activité sur le **marché interbancaire**. D'une façon générale, dans la mesure où son fonctionnement se **normalise** (voir graphes *infra* « Montée et reflux des tensions sur les marchés interbancaire »), il pourrait, toutes choses égales par ailleurs, en aller de même des **instruments de la politique monétaire**.

Moyennant quelques nuances, l'encadré ci-après illustre les modifications apportées à la politique monétaire pour faire face à la récente crise des liquidités.

¹ La reprise de la banque d'affaire Bear Stearns a entraîné l'allocation de 15 milliards supplémentaires pour une durée de 5 jours à compter du 20 mars 2008. Le 15 septembre 2008, avec la faillite de Lehman Brothers, 30 milliards d'euros ont été injectés.

² Montants calculés de façon à permettre aux établissements de crédit de constituer leurs réserves obligatoires.

³ A partir du 22 octobre, la notation minimale des titres apportés en garantie est passée de « A- » à « BBB- ».

Un assouplissement convergent de la gestion de la liquidité par les grandes banques centrales

Au fil de la crise, les banques centrales ont été amenées à remanier leur cadre opérationnel, comme la Fed, la Banque d'Angleterre et, dernièrement la BCE. Il résulte de ce mouvement une remarquable convergence des cadres opérationnels et des modalités d'intervention des banques centrales autour de quatre directions principales :

- un **allongement des maturités** auxquelles les banques centrales allouent des liquidités, qui ont été portées à quelques mois. Dans le cas de l'Eurosystème, une part prépondérante des opérations de refinancement est désormais effectuée à trois mois et, depuis peu, certaines opérations sont étendues à 6 mois ; en fixant directement le coût de la liquidité à terme, la BCE entend peser sur les taux de marché (Euribor) et ainsi, assouplir effectivement les conditions monétaires ;

- un **élargissement de la gamme des collatéraux éligibles**, c'est-à-dire des titres portés en garanties. Ainsi, des titres comme les ABS (asset backed securities) et les RMBS (residential mortgage-backed securities), depuis toujours acceptés par l'Eurosystème, le sont désormais par toutes les autres grandes banques centrales¹ ;

- un **élargissement des contreparties**, avec une évolution particulièrement notable aux États-Unis où les banques d'investissement ont maintenant accès à la facilité de prêt de la Fed ;

- une plus grande **coordination entre les banques centrales** qui, outre les communiqués communs destinés à rassurer les marchés sur la fourniture de liquidité tant que s'en ferait sentir le besoin, comprend également la signature d'accords de swap entre banques centrales. Cette facilité permet ainsi à une banque européenne qui aurait besoin de dollars pour poursuivre ses activités de se les procurer auprès de la BCE ou de la BNS.

Source : Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, Conférence de Montréal, session plénière : « L'économie internationale en transition », 9 juin 2008

2. Une fonction de « prêteur en dernier ressort » délicate à mettre en œuvre

L'un des rôles premiers des banques centrales est d'assurer la **stabilité financière**, c'est à dire le bon fonctionnement des marchés financiers et des systèmes de paiement. Dans ce contexte, elles sont le fournisseur ultime de la liquidité ou, autrement dit, **le prêteur en dernier ressort**.

¹ Les actifs acceptés en tant que garanties par les banques centrales lors de leurs opérations de refinancement le sont à des conditions particulièrement restrictives : la valeur de ces titres doit être au moins égale à la somme du montant prêté et des intérêts servis, après déduction d'une décote, ou « haircut », tenant compte de l'éventualité d'une baisse de leur valeur de marché pendant la durée de la pension.

En tant que telles, leurs interventions consistent à accorder, à titre exceptionnel et dans des situations de crise particulières, des prêts à court terme aux banques commerciales confrontées à d'importants problèmes de liquidité¹.

La fonction de prêteur en dernier ressort à l'épreuve de la crise

Avec la propagation rapide de la crise, l'intervention des banques centrales a pris non seulement la forme de fourniture de liquidités au marché dans son ensemble mais également, dans certains pays, de fourniture de liquidité d'urgence à des institutions particulières.

Ces interventions ont soulevé nombre d'interrogations, notamment quant à l'**accroissement de l'aléa moral** (« moral hazard »), lorsque les institutions sauvées, pour avoir pris des risques excessifs, n'auraient pas mérité de l'être. On s'est aussi demandé si elles avaient respecté les principes énoncés par Bagehot² suivant lesquels le prêteur en dernier ressort doit prêter :

- à des institutions financières illiquides mais solvables ;
- en appliquant un taux de pénalité afin d'éviter que ces établissements n'utilisent les fonds pour financer des opérations de prêts ;
- contre des garanties satisfaisantes ;
- en outre, la politique de prêteur en dernier ressort doit être annoncée publiquement *ex ante* de façon crédible.

Ces questions se posent différemment aujourd'hui : toute crise financière induit une spirale à la baisse des prix d'actifs qui ne tarde pas à transformer une institution temporairement illiquide en institution insolvable, rendant finalement peu opératoire la distinction initialement formulée par Bagehot.

Source : Banque de France, revue de la stabilité financière n° 9, décembre 2006.

Après la chute de la banque d'affaires Lehman Brothers en septembre 2008, la BCE a décidé d'accepter toutes les demandes en refinancement, disposition qui doit être prolongée « au-delà de la fin 2009 ».

Par ailleurs, les banques centrales nationales ont accordé des **fournitures de liquidités d'urgence** (FLU)³, destinées aux établissements bancaires qui n'ont pas été en mesure de fournir des garanties appropriées, toujours exigées par la banque centrale européenne.

¹ Définition donnée par la Banque de France, revue de la stabilité financière n° 9, décembre 2006.

² Banquier et journaliste britannique du XIXe siècle.

³ Ce qui été notamment le cas en Belgique.

3. Les mesures exceptionnelles

Lorsque les politiques consistant à ramener les taux directeurs près de zéro se sont révélées insuffisantes pour relancer le crédit, certaines mesures sortant résolument du cadre habituel de la politique monétaire ont été adoptées. En particulier, les **banques centrales** se sont mises à **créer massivement de la monnaie centrale**, voire à **créer directement de la monnaie scripturale non centrale**, alors que ce dernier rôle revient normalement aux banques de second rang.

Elles ont ainsi décidé d'**acheter des titres, notamment des emprunts d'Etat et des obligations d'entreprises**, d'abord aux banques¹, puis à d'autres acteurs.

Dans un premier temps, avec ces **liquidités supplémentaires**, les établissements financiers se sont vus encouragés à fournir du crédit. Mais il est apparu que la plupart des banques de second rang, soucieuses de restaurer leurs bilans, ont laissé leurs réserves s'accroître en conséquence auprès de la banque centrale sans, pour autant, fournir davantage de crédit.

Les banques centrales ont alors décidé d'acheter directement certains titres à d'autres acteurs de l'économie que les banques, par exemple des entreprises ou des fonds d'investissement. On parle volontiers, à propos de cette politique de création monétaire directe, de « **politique non conventionnelle** » (encore que ce terme puisse aussi désigner, plus généralement, toute mesure aboutissant au rachat massif de titres par la banque centrale - voire, plus largement encore, toute mesure tendant à s'affranchir des canaux habituels de transmission de la politique monétaire).

Parmi les mesures exceptionnelles de politique monétaire, on peut² établir une distinction entre **politiques d'assouplissement quantitatif**, ou « **quantitative easing** » et **politiques d'assouplissement des conditions de crédit**, ou « **credit easing** », même si de nombreux analystes regroupent souvent ces politiques sous l'appellation unique d'assouplissement quantitatif, d'un usage assez général.

La politique de « **quantitative easing** » *stricto sensu* consiste à abandonner explicitement la politique de taux d'intérêt au profit d'une **cible quantitative élevée** de disponibilités³ dans les comptes des banques de second rang auprès des banques centrales. Cette **politique d'accroissement de la base monétaire** se traduit essentiellement par l'**acquisition de titres publics**

¹ Comme il a été indiqué supra, une banque de second rang crée de la monnaie non seulement lorsqu'elle accorde un crédit, mais aussi lorsqu'elle acquiert un actif réel ou financier.

² Voir Banque de France, Focus n° 4, 29 avril 2009.

³ Il s'agit, plus précisément, d'une cible visant le niveau des réserves excédentaires, c'est-à-dire la part des réserves excédant celle des réserves obligatoires.

par la banque centrale (l'offre de monnaie est alors canalisée vers un agent, l'Etat, dont on est sûr qu'il la dépensera, avec un effet certain sur l'activité¹).

Le potentiel de cette politique, qui consiste à renforcer la liquidité des établissements de crédit, est *a priori* plus efficace là où l'intermédiation bancaire est la plus forte. Elle a été suivie au Japon de 2001 à 2006. Il apparaît qu'à l'automne 2008, en réaction à l'accentuation de la crise financière, la base monétaire a fortement gonflé aux Etats-Unis et dans la zone euro (voir graphe *infra*) -encore plus rapidement qu'au Japon après mars 2001.

La politique de « **credit easing** » consiste, elle, dans le refinancement ou le rachat par la banque centrale de titres représentatifs de crédits à l'économie (billets de trésorerie, obligations privées ou bons hypothécaires). Il s'agit essentiellement de « **ranimer** » le **marché** de ces titres et de **détendre le refinancement interbancaire**², voire de **procurer directement des financements à l'économie** dans le cadre d'une politique non conventionnelle. Ces mesures sont *a priori* plus efficaces dans les économies où l'intermédiation bancaire se trouve la plus faible et où les crédits aux ménages sont largement titrisés.

On observe que la politique **d'assouplissement quantitatif** au sens strict est « tournée vers le **passif** du bilan »³ de la banque centrale (l'objectif est fixé en termes d'augmentation de la base monétaire), tandis que la politique **d'assouplissement du crédit** est plutôt « tournée vers l'**actif** du bilan », c'est-à-dire qu'elle tend d'abord à modifier la nature des titres composant l'actif de bilan (afin, notamment, de faciliter le refinancement bancaire et de relancer le marché de certains titres risqués). Mais l'assouplissement du crédit peut se traduire, *in fine*, par une augmentation de l'actif et, par conséquent, du passif, débouchant *de facto* sur un assouplissement quantitatif.

En réalité, compte tenu de la diversité des contextes, des objectifs affichés et des instruments plus ou moins « exceptionnels » mobilisés par les grandes banques centrales, les distinctions établies entre ces politiques souffrent d'une instabilité terminologique, sinon conceptuelle, qui n'en facilite pas la compréhension.

Leurs manifestations se recoupent largement tandis que leur identification, reposant sur des considérations téléologiques, est forcément sujette à interprétations. M. Bernanke, président de la Fed, a précisément

¹ En outre, cette politique vise à réduire le rendement des titres publics à long terme et donc à encourager les investisseurs à **réallouer leur portefeuille en direction de titres plus risqués** (typiquement les obligations d'entreprises), améliorant par là le financement du secteur privé, y compris les institutions financières. Mais il semble que puissent jouer à terme, en sens inverse, des effets d'éviction dans un contexte durable d'aversion pour le risque, car le volume de titres publics en circulation tend alors à augmenter fortement.

² Notamment via l'élargissement des collatéraux éligibles (*supra*) qui, de ce point de vue, peut se rattacher à l'ensemble des mesures exceptionnelles.

³ Voir Trésor-Eco n° 56, avril 2009.

utilisé¹ le terme de « credit easing » pour distinguer ses interventions de la politique d'assouplissement quantitatif adoptée plus tôt par le Japon, dont il n'est pas indifférent de rappeler que l'économie avait, par la suite, connu une période de quasi stagnation économique.

Quoiqu'il en soit, la **Réserve fédérale** a adopté des mesures d'assouplissement dès la fin 2008, qu'elle a largement renforcées en mars 2009. A son tour, la **Banque d'Angleterre** (BoE) a annoncé, le 5 mars 2009 la mise en œuvre d'une politique monétaire d'assouplissement² quantitatif *lato sensu*. Le même jour, le président de la **BCE** a, dans une déclaration remarquée, annoncé qu'elle n'excluait pas d'adopter, à son tour, des mesures similaires pour stimuler l'économie, mesures finalement annoncées en mai 2009.

Le développement des politiques non conventionnelles au 1^{er} septembre 2009

Après avoir mis en place des facilités en direction du marché du « commercial paper³ », la Réserve Fédérale a engagé en novembre 2008 un programme d'achat de titres hypothécaires (« credit easing ») d'un montant maximum de 500 milliards de dollars. En mars 2009, elle a majoré ce plan de 750 milliards de dollars et adopté une politique de « quantitative easing » en annonçant le rachat de **300 milliards de dollars** de titres du Trésor de maturité moyenne au cours des 6 mois suivant. Le Fed a également engagé d'importants programmes de prêts contre prise en pension de titres risqués⁴.

La Banque d'Angleterre a été autorisée à acheter jusqu'à **150 milliards de livres** de titres, répartis entre titres privés, pour au moins 50 milliards de livres, le solde concernant l'acquisition de Gilts⁵ d'une maturité comprise entre 5 et 25 ans.

La Banque Centrale Européenne a annoncé en mai 2009 qu'elle allait racheter en direct des « covered bonds »⁶ pour un montant de **60 milliards d'euros** afin de desserrer la contrainte de refinancement des banques et favoriser la distribution de crédit.

A noter que dans la zone euro, il semble que **les mesures d'assouplissement ne puissent porter sur la dette publique qu'en enfreignant les stipulations des accords de Maastricht.**

¹ Dans un discours, largement commenté, du 13 janvier 2009.

² Il était prévu le rachat de 75 milliards de livres d'actifs financiers, dont une proportion importante d'emprunts d'Etat.

³ Effets de commerce.

⁴ Annonce le 25 novembre 2008 d'une facilité de 200 milliards de dollars pour prêter contre des titres hypothécaires et des titres adossés à des prêts à la consommation ou aux PME (TALF).

⁵ Titres publics britanniques.

⁶ Les Covered Bonds sont des titres de dettes émis par les banques reposant sur un ensemble de créances. Ces créances sont conservées à leur bilan et servent à garantir l'émission ainsi qu'à rémunérer les nouveaux titres (cette opération de titrisation est donc à distinguer de celle des ABS - Assets Backed Securities – dont l'objectif est de sortir la créance du bilan afin d'aider l'établissement à se conformer aux exigences prudentielles formulées en termes de rapport entre les créances et les fonds propres, et à externaliser une partie du risque).

Les limites à une éventuelle politique d'assouplissement quantitatif de la BCE d'après Natixis

Dans le cadre de ses opérations d'open market, la BCE peut, parallèlement aux opérations de cession temporaire, jouer sur la liquidité bancaire via les opérations fermes, d'achats (apport de liquidité) et de ventes (retrait de liquidité) de titres. Ces opérations ne peuvent porter que sur des actifs éligibles négociables et sont effectuées par voie de procédures bilatérales et non par appels d'offres. En outre, leur fréquence n'est pas régulière.

Parmi les types d'émetteurs d'actifs négociables éligibles, on trouve les banques centrales, les institutions internationales et supranationales, le secteur privé et le secteur public. Cela signifie donc que la BCE peut « techniquement » acheter des titres de dette publique. Mais l'on se heurte alors à une impossibilité institutionnelle clairement signifiée par le Protocole sur les statuts du SEBC qui, conformément au traité de Maastricht, rappelle que **l'acquisition directe par la BCE ou les BCN d'instruments de dette des administrations centrales des Etats membres est interdite** (Article 21).

L'objectif de cette interdiction est de supprimer tout recours à une monétisation de la dette publique, qui serait une contravention essentielle aux fondements de l'UEM à maints égards :

- le principe de la monétisation est naturellement inflationniste, ce qui est préjudiciable à l'objectif principal du SEBC ;
- la discipline en matière de finances publiques instaurée par les critères de Maastricht puis confirmée par le PSC serait rendue caduque et les comportements de « passager clandestin » favorisés ;
- l'indépendance de la BCE serait bafouée via son acceptation d'une forme de « sollicitation d'instructions émanant de gouvernements d'Etats membres ».

Une lecture prosaïque du traité suggère que la BCE pourrait acquérir « indirectement » des titres de dette publique en les achetant sur le marché secondaire. C'est pourquoi le règlement de la Commission Européenne du 13 décembre 1993 précise explicitement que « les achats effectués sur le marché secondaire ne doivent pas servir à contourner l'objectif poursuivi ». De tels achats ne sauraient devenir une forme indirecte de financement monétaire du secteur public. Cette pratique n'est donc tolérée que pour la gestion des réserves de change.

Source : *Flash économie* du 6 mars 2009, Natixis

La **limite** de la stratégie de **création monétaire par les banques centrales** demeure la **crédibilité monétaire**, c'est-à-dire l'acceptation de la monnaie créée par les banques centrales, en contrepartie d'**actifs souvent risqués**¹ pour ce qui concerne les créances sur l'économie (commercial paper², obligations corporate³, ABS⁴ ou covered bonds) ou qui pourraient le devenir à terme, s'agissant des créances sur les administrations publiques (cf. *infra* développement sur la soutenabilité des dépenses publiques).

¹ Ce qui conduit à poser la question de l'assimilation des banques centrales, pour une partie importante de leur bilan, aux « bad banks », (structures dédiées à l'amortissement des actifs douteux pour contourner les risques).

² Effets de commerce ; l'expression désigne essentiellement les titres de créances négociables émis par les entreprises sur le marché monétaire américain.

³ Obligations d'entreprises.

⁴ Assets Backed Securities.

Cette limite se situe à un **horizon largement indéfini**. La marge semble la plus importante pour les principales monnaies de réserve, en dépit du volume important des liquidités d'ores et déjà injectées. La taille du bilan¹ de la Fed et de la BCE retrace l'accumulation récente de titres de dette à l'actif de leurs bilans, corrélative à une abondante création monétaire :



Source : Crédit Agricole

Les mesures non conventionnelles présenteraient le **risque** de s'avérer **inflationnistes**. Agnès Benassy-Quéré estime ainsi qu'« *il faudra que [la BCE] donne des indications sur sa stratégie de sortie, comment elle va détruire ces liquidités dans quatre ou cinq ans, sinon les acteurs vont anticiper de l'inflation* ». De nombreux économistes s'interrogent sur la manière dont procéderont les banques centrales pour, en quelque sorte, « *faire revenir à un niveau normal les réserves des banques auprès de la banque centrale, ou, à bilan inchangé, neutraliser les effets potentiels indésirables des réserves excédentaires. Sachant que, selon toute probabilité, ces bilans ne reviendront pas à leur taille initiale avant longtemps* »².

Il semble que la relative concordance des mouvements de création monétaire soit, pour l'instant, de nature à éviter que ne se creuse rapidement un dangereux « différentiel de crédibilité » entre banques centrales concernant leur capacité à maîtriser l'inflation³.

¹ Les opérations de refinancement, quoique réversibles, figurent aussi à l'actif du bilan, dont le gonflement retrace donc à la fois la progression des achats fermes et l'augmentation du volant de titres pris en pension (concernant ces derniers, on observe que la Fed avait, en termes de création de monnaie centrale, « stérilisé », par des opérations inverses, ses injections de liquidité jusqu'à l'automne 2008 - ce qui explique la courbe plate).

² Crédit Agricole, « Eclairages » n° 135, septembre 2009.

³ Il serait vraisemblable qu'un constat similaire puisse être formulé lorsque les banques centrales estimeront opportun, le cas échéant, d'inaugurer une phase de destruction monétaire et de normaliser leurs politiques de refinancement. Depuis le début de 2009, après que la dégrue des taux interbancaires se soit confirmée, la tendance résolument haussière de la taille des bilans de la Fed et de la BCE observée à l'automne 2008 a pris fin.

Toute autre perspective s'avèrerait très préoccupante si elle devait stigmatiser le dollar, qui souffre déjà d'une sous-évaluation chronique qui pèse notamment sur l'activité de la zone euro.

*

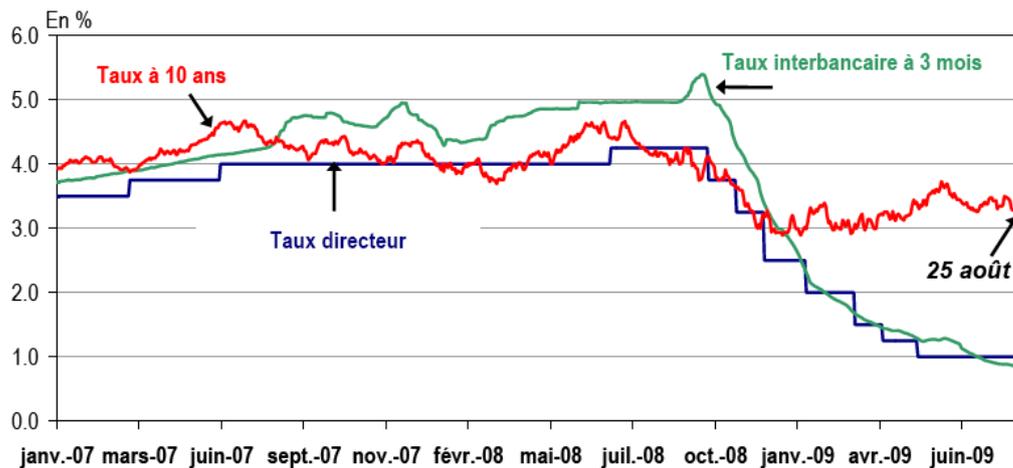
Les graphes suivants montrent qu'après le pic de défiance connu à la suite de la faillite de Lehman Brothers, les politiques non conventionnelles, associées aux plans budgétaires de rachat d'actifs douteux¹, ont fini par ramener la confiance à un niveau compatible avec un meilleur fonctionnement du marché interbancaire.

MONTÉE ET REFLUX DES TENSIONS SUR LES MARCHÉS INTERBANCAIRES :

- **aux Etats-Unis** (écart en points entre le taux interbancaire à 3 mois et le taux directeur)



- **dans la zone euro**



Source : BIPE, Datastream

¹ Le Troubled Asset Relief Program (TARP) a pour objectif de stabiliser le système financier américain en achetant jusqu'à 700 milliards d'euros d'actifs douteux qui grèvent le bilan des banques.

B. LA REDÉFINITION DU « POLICY MIX »¹ DANS LE CONTEXTE DES PLANS DE RELANCE

Le contexte de « trappe à liquidité » généralisé montre que l'économie mondiale est entrée dans une phase « keynésienne », imposant un recours massif à l'outil budgétaire pour sortir d'une ornière où, seule, la politique monétaire s'avèrerait inopérante.

1. De la « trappe à liquidité », qui rend la politique monétaire conventionnelle inopérante...

- La notion de trappe à liquidité apparaît dans le cadre d'analyse de la macroéconomie keynésienne et désigne une situation où la politique monétaire n'est d'aucun recours pour stimuler l'économie.

Selon Keynes, la demande de monnaie pour motif de spéculation est d'autant plus importante que le taux d'intérêt est élevé : dans la répartition de leur portefeuille, les agents arbitrent entre la détention de titres dont le cours varie de manière inverse au taux d'intérêt (obligations), et la détention de monnaie. Lorsque le taux d'intérêt est faible, les agents anticipent son augmentation et veulent donc détenir de la monnaie, le cours des titres étant amené à diminuer.

Il existe alors un taux critique, pour lequel la demande de monnaie est infiniment élastique : la préférence pour la liquidité devient absolue. De fait, une politique monétaire de relance *via* la baisse du taux d'intérêt s'avère inefficace si les agents, malgré la faiblesse des taux et la disponibilité de l'argent, ont tendance à ne pas dépenser.

Keynes explique ainsi la durée de la crise économique de 1929 par l'inadéquation de la gouvernance économique, qui aurait dû mobiliser davantage l'outil budgétaire. Pour certains économistes, à la suite du néo-keynésien Paul Krugman², la « décennie perdue » au Japon, au long des années 1990, constitue un second exemple notable de trappe à liquidité.

- Ce phénomène peut se comprendre à partir du **modèle IS/LM**.

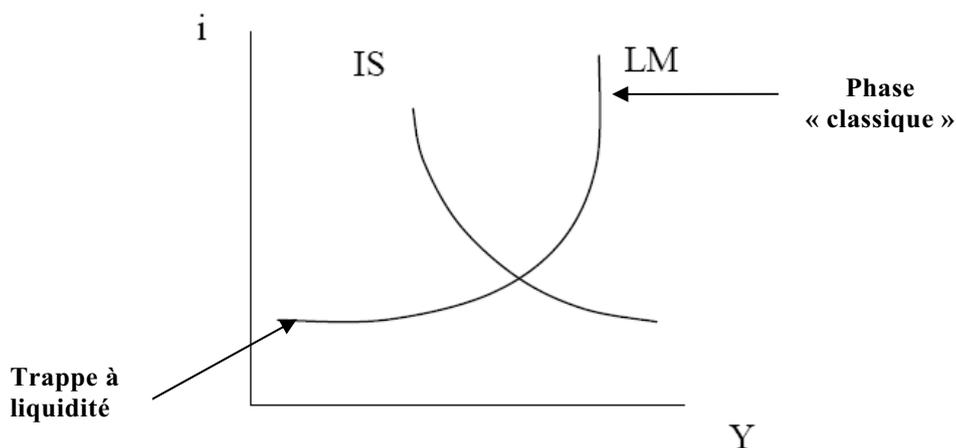
Le concept de trappe à liquidité trouve une illustration graphique dans le cadre du modèle IS/LM de John Hicks.

¹ Combinaison de la politique monétaire et de la politique budgétaire.

² « *Thinking about liquidity trap* », 1999.

Le graphe IS/LM

Le modèle IS-LM a été élaboré par Hicks et Hansen¹ pour appréhender la vision keynésienne du fonctionnement de l'économie dans un cadre plus large, si bien que les interprétations dont il fait l'objet se situent parfois à rebours des idées exprimées dans la Théorie Générale.



En abscisse se trouve le niveau du revenu (Y) de l'économie et en ordonnée le taux d'intérêt (i).

La courbe IS matérialise l'équilibre sur le marché des biens et correspond à l'ensemble des couples (Y, i) assurant l'égalité entre épargne (S) et investissement (I).

La courbe LM rend compte de l'équilibre sur le marché de la monnaie. Elle est formée de l'ensemble des couples (Y, i) où l'offre de monnaie (M), déterminée de manière exogène par les autorités monétaires équilibre la demande de monnaie (L), qui reflète la préférence pour la liquidité.

Cette dernière est fonction croissante du revenu des agents (Y) et décroissante du taux d'intérêt (i). En effet, plus le taux est bas, plus les agents préfèrent détenir de la monnaie pour « motif de spéculation ».

L'**équilibre** de l'économie est atteint à l'**intersection entre les deux courbes**, ce qui détermine un certain taux d'intérêt et un certain niveau de revenu.

Dans le cas général :

- une politique budgétaire de relance se traduit par déplacement de la courbe IS vers la droite et une augmentation relative du revenu global : le nouveau point d'équilibre se situe à un niveau de revenu et de taux d'intérêt plus élevé ;

- une politique monétaire expansionniste fait déplacer la droite LM vers la droite (car en augmentant la quantité de monnaie disponible, le taux d'intérêt sera plus bas pour un même revenu). Ce déplacement crée un nouveau point d'équilibre à niveau de revenu plus élevé et à un taux d'intérêt plus bas.

¹ En avril 1937, John Hicks publie un intitulé « Keynes et les classiques : une interprétation possible », dans lequel il propose le modèle IS-LM pour formaliser la Théorie Générale dans une synthèse des analyses keynésienne et classique.

Les keynésiens estiment que l'équilibre spontanément atteint par les marchés ne garantit pas le plein emploi, qui devra être recherché, le cas échéant, par le recours aux politiques budgétaire et monétaire. Par ailleurs, il existe encore un taux d'intérêt plancher, à l'approche duquel la demande de monnaie devient infiniment élastique (courbe LM horizontale) et par conséquent la politique monétaire inopérante : c'est l'hypothèse de la **trappe à liquidité**.

A l'inverse, pour les économistes classiques, qui ne tiennent pas compte de la thésaurisation, toute la monnaie disponible est placée (**phase « classique »** sur le graphe précédent avec une courbe LM verticale) et par conséquent la politique budgétaire se trouve inopérante.

Dans l'hypothèse d'une trappe à liquidité, l'investissement privé est totalement inélastique au taux d'intérêt, autrement dit une baisse du taux n'a aucun impact sur l'économie.

Si une politique monétaire expansionniste -déplacement de la courbe LM, qui coupe dans sa partie horizontale la courbe IS, vers la droite, - n'a alors aucun impact, en revanche, **la politique budgétaire se révèle pleinement efficace**, sans éviction de l'investissement privé par le biais des taux d'intérêts qui, ici, n'augmentent pas.

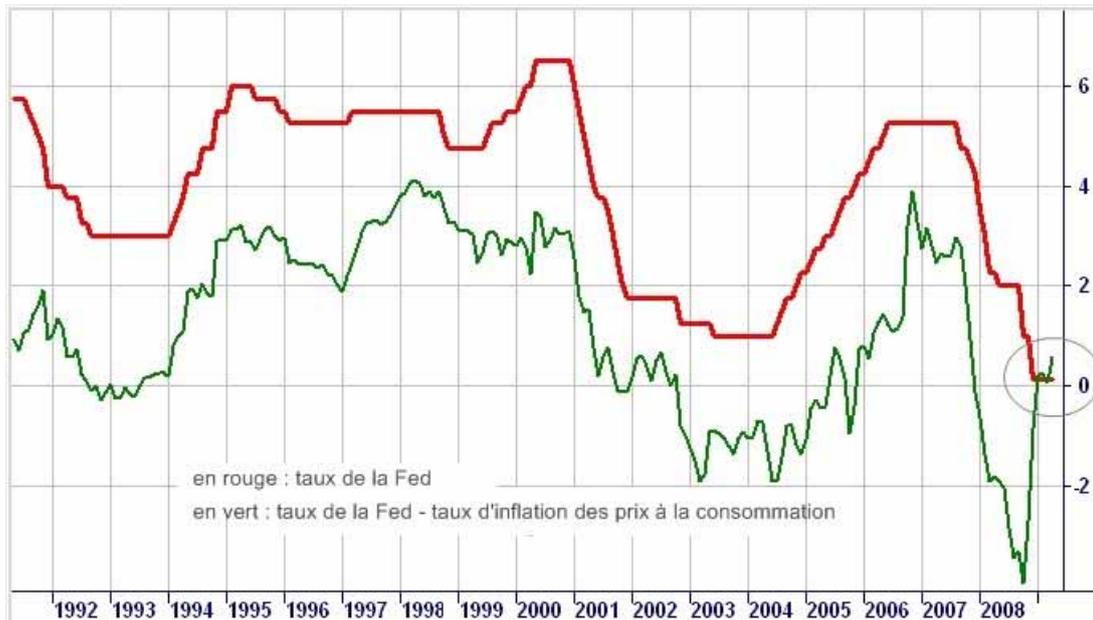
• Les **anticipations** sur l'évolution **des taux d'intérêt réels**, c'est à dire du taux nominal diminué du taux d'inflation, sont fondamentales pour caractériser une situation de trappe à liquidité.

Si les taux d'intérêts nominaux sont très faibles mais les anticipations d'inflations fortes, les agents économiques sont enclins à manifester de l'attentisme. Seul un taux d'intérêt *réel* bas (le cas échéant négatif) constitue une incitation puissante à la consommation et à l'investissement. Pour que la baisse des taux d'intérêts organisée par les autorités monétaires soit porteuse, il faut donc que l'inflation ne diminue pas aussi rapidement que les taux nominaux.

Mais il se peut qu'à l'occasion d'une crise sévère, se traduisant par une chute de l'utilisation des facteurs de production (capital et travail), l'inflation chute plus rapidement que les taux d'intérêt nominaux ; dès lors, la hausse des taux d'intérêt réels ralentit encore l'économie. Cette situation, caractéristique de la Grande Dépression, s'est aussi observée fin 2008-début 2009 dans la zone euro et, surtout, aux Etats-Unis¹, même si la baisse des cours était le principal facteur de la chute de l'inflation et que ce facteur a, depuis, joué en sens inverse.

¹ Les taux réels sont devenus supérieurs au taux nominal de la Fed et supérieurs à ceux de 2003, alors que la situation économique n'était alors pas aussi difficile.

ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS AUX ÉTATS-UNIS



Lien : <http://www.apprendrelabourse.org/article-30745682.html>

Or, un pays confronté au problème de la trappe à liquidité est menacé d'une baisse continue du niveau des prix, c'est-à-dire de déflation, phénomène plutôt rare mais tenace lorsqu'il se manifeste, comme après la crise de 1929 ou plus récemment, au Japon, où les prix sont globalement orientés à la baisse depuis 1993 tandis que les taux d'intérêt nominaux se sont rapprochés de zéro.

2. ... à un recours massif à la politique budgétaire, pour évacuer le risque de déflation

- Si, depuis le printemps 2009, le redressement des cours des produits de base a éloigné le danger d'une spirale déflationniste, l'anticipation d'une demande déprimée avait conduit les marchés de matières premières à un recul général en 2008.

Or, une fois la baisse des prix engagée, une spirale déflationniste peut s'enclencher *via* l'anticipation de nouvelles baisses des prix de la part des ménages ou des entreprises, qui repoussent leur décision de consommation ou d'investissement, diminuant ainsi la demande...

Parallèlement, un mécanisme de déflation par la dette (la vente d'actifs diminue les prix et augmente donc la dette nette, obligeant à engager de nouvelles ventes pour faire face à ses échéances) peut s'enclencher. Ainsi, les banques ont vendu massivement des titres pour rétablir leurs bilans, et ont du continuer de le faire car la valeur des titres restant à leur actif baissait en conséquence.

Les répercussions sur le taux d'inflation s'étaient révélées sensibles, dans le contexte d'une économie mondialisée suscitant une vive concurrence sur les prix, renforcée par le reflux général de la demande. Entre l'été 2008 et janvier 2009, l'indice des prix à la consommation a reculé de 2,9 % en Europe, 5,6 % aux États-Unis et 6 % en Chine.

Malgré le soutien au pouvoir d'achat apporté par la baisse de l'inflation importée –soutien transitoire, qui ne dure que ce que dure cette phase de baisse-, il fallait compter ensuite avec de forts « **effets de richesse négatifs** » liés aux considérables pertes patrimoniales (financières, immobilières) subies par les agents économiques, ouvrant la voie à une **baisse de la demande** des agents pour restaurer leurs actifs.

Des politiques budgétaires de relance vigoureuses ont donc été nécessaires pour surmonter le risque de déflation afin d'éviter un enlisement « à la japonaise ».

La crise japonaise des années quatre-vingt-dix.

La Bourse japonaise, après avoir triplé sa capitalisation entre 1985 et 1989, a fortement chuté, avec 60% de perte en deux ans, tandis que l'effondrement du foncier frappait de plein fouet le système bancaire. Face à la fonte de leurs capitaux propres, dont la valeur boursière s'est évaporée, les banques ont été obligées de se recapitaliser au plus vite.

Parallèlement, le krach de l'immobilier et du prix des terrains les a contraintes à provisionner massivement les créances douteuses accumulées sur les ménages et les entreprises.

Pour rééquilibrer leur bilan, les banques n'ont eu d'autre choix que de vendre à perte une partie de leurs actifs (actions, terrains, immeubles), déprimant encore davantage les cours. Dans le même temps, elles ont réduit drastiquement l'encours des crédits nouveaux, accroissant les difficultés des entreprises et par conséquent le volume des créances douteuses, alimentant ainsi un cercle vicieux.

Voyant ses marges de manœuvres diminuer, la Fed a pris des mesures exceptionnelles (voir *supra*) pour fournir des liquidités aux marchés du crédit, dans le cadre d'une gamme variée de programmes de prêts, tandis que la politique budgétaire était largement mise à contribution pour désamorcer toute spirale déflationniste.

Pour sa part, M. Jean-Claude Trichet, Président de la BCE, avait indiqué « toucher du bois » début 2009¹, pour que les agents économiques continuent à anticiper de l'inflation dans la zone euro.

Sans que la zone euro puisse s'appuyer sur une coordination véritable, des politiques budgétaires de soutien à l'activité ont été mises en œuvre dans de nombreux pays développés, financées par des déficits et de la dette publique. Elles ont répondu à l'appétit des agents privés pour les titres publics

¹ *Propos tenu le 5 mars 2009, à l'occasion de la baisse de 2 % à 1,5 % du principal taux directeur de la BCE.*

et ont neutralisé la réaction en chaîne de la dépression en substituant une dette publique à une dette privée devenue suspecte.

**Une coordination des politiques monétaires et budgétaires
problématique dans la zone euro**

Dans un Etat-nation ou un Etat fédéral, l'autorité responsable de la politique économique dose la politique budgétaire et la politique monétaire. Là où la Banque centrale est indépendante, le policy mix est le résultat de la coopération entre le Trésor et les autorités monétaires.

Dans la zone euro, la politique monétaire est déterminée et mise en œuvre par la BCE seule, alors que les Etats membres conservent le contrôle presque entier de leur politique budgétaire.

De fait, les nombreux plans de relance mis en place en Europe, et particulièrement dans la zone euro, pour faire face à la contraction de l'activité engendré par la crise, ne font pas l'objet d'une orchestration véritable.

Les différents Etats sont fondés à espérer que l'activité nationale sera soutenue par les déficits publics des partenaires commerciaux. C'est pourquoi certains « plans de relance » nationaux sont parfois considérés comme sous-dotés ou se trouvent essentiellement tournés vers l'investissement, qui permet d'améliorer l'offre dans l'espoir de mieux satisfaire la demande extérieure mais agit à retardement sur la demande interne.

• Sur le graphe « IS/LM », le regain d'efficacité de la politique budgétaire se lit dans l'« aplatissement » de la courbe LM (voir encadré *supra*).

Dans une lecture correspondant à l'analyse économique « classique », caractérisée par l'absence de thésaurisation, toute la monnaie disponible est placée et la courbe LM est verticale. Dès lors, la politique budgétaire, qui se manifeste par un déplacement de la courbe IS vers la droite, est inefficace car elle n'entraîne pas d'augmentation de la production Y (au croisement des deux courbes) : on assiste à une éviction de l'investissement privé par l'investissement public, accompagné d'une hausse des taux d'intérêts.

Au contraire, dans une situation de trappe à liquidité, la politique budgétaire retrouve une efficacité maximale : il n'y a pas d'éviction de l'investissement privé par l'investissement public. Naturellement, la représentation keynésienne n'est susceptible de valoir qu'en économie fermée et les relances budgétaires en cours ne sont efficaces pour les pays qui les pratiquent que dans la mesure où elles sont simultanées, sans quoi elles détérioreraient leur balance extérieure, réduisant leurs bénéfices pour l'économie intérieure.

C. QUELLES ÉVOLUTIONS STRUCTURELLES ? ÉLÉMENTS POUR LE DÉBAT

La croissance « molle » à laquelle la zone euro s'est trouvée confrontée dans les années 2000 pourrait plaider pour une politique monétaire davantage axée sur la croissance, tandis que la crise financière inclinerait au contraire à une prudence accrue au regard de l'évolution de la masse monétaire en circulation.

1. Hier : des politiques monétaires pesant sur l'activité ?

Les limites rencontrées depuis les années quatre-vingt-dix par les politiques monétaires d'inspiration monétariste ont parfois plaidé pour le retour à un réglage macro-économique d'inspiration plus keynésienne.

a) Un risque inflationniste probablement surévalué dans la zone euro

La **contestation de l'objectif unique de stabilité des prix** dans la zone euro n'a pas attendu les premiers développements de la crise financière actuelle. Ainsi l'OFCE¹ soulignait fin 2006 que « ***l'intensification de la concurrence résultant de la mondialisation contribue à la désinflation mondiale. L'intégration croissante de la Chine au commerce international et la libéralisation progressive des échanges de services devraient favoriser le maintien des pressions à la baisse des prix. De fait, il semble important de ne pas surestimer les risques d'inflation au sein de la zone euro*** ».

Par ailleurs, le choc inflationniste qui a précédé la crise économique, lié aux tensions sur les produits de base, a fait s'interroger sur les risques d'« effets de second tour » que pourrait engendrer une éventuelle augmentation des rémunérations, susceptible d'entretenir une hausse des coûts de production et donc des prix. Or, **il a été mis un terme aux mécanismes d'indexation salariale** qui avaient entretenu des rythmes d'inflation élevés dans la période succédant au premier choc pétrolier et il n'y a pas eu d'effet de second tour.

¹ Lettre de l'OFCE n° 278 du 7 décembre 2006.

L'absence d'indexation automatique des salaires en Europe

« Très peu de pays membres sont dotés [d'un mécanisme d'indexation des salaires minimum] (Belgique, Luxembourg, France et Malte) et aucun pays candidat à l'UEM. Par ailleurs, la réglementation sur les salaires minimum a évolué au cours des années 1990 selon le même principe de désindexation que les salaires négociés, dans le but de restaurer la compétitivité-coût et d'endiguer la hausse des taux de chômage.

« (...) Dans un pays comme la France, si le salaire minimum (Smic) guidait étroitement les salaires négociés il y a à peine dix ans, le Smic a aujourd'hui complètement abandonné cette fonction au profit d'un arbitrage de marché (productivité, chômage).

« Il n'y a donc, en pratique, plus d'ajustement automatique des salaires à l'inflation en Europe ».

Source : Natixis, Flash économie n° 254, 13 juin 2008

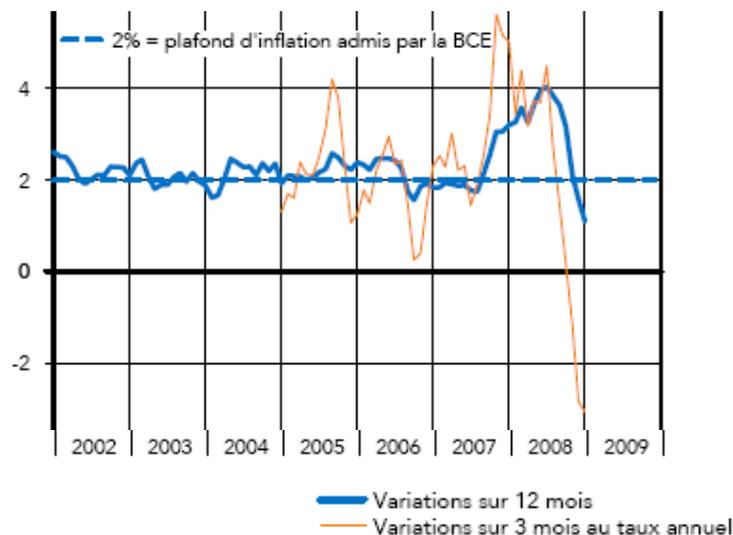
Enfin, le cadre de l'UEM empêche le financement monétaire des déficits, tandis que les critères de Maastricht contiennent les déficits et donc l'accroissement d'une demande susceptible de peser sur les capacités de production et donc sur les prix.

Dans ce contexte, **la politique de la BCE a pu sembler marquée par une rigueur excessive**, notamment dans ses développements les plus récents. En particulier, d'aucuns se sont posé la question de l'opportunité des hausses du taux d'intervention de la BCE pratiquées jusqu'en juillet 2008¹, justifiée par la progression de l'agrégat M3, alors que le lien entre les agrégats monétaires et l'inflation s'avère tenu² (*supra*).

¹ En raison de l'accélération de l'inflation importée (le Brent avait atteint, en mai 2008, un pic de 135 dollars le baril) mais en dépit des menaces croissantes sur le financement de l'économie, la Banque centrale européenne a augmenté son principal taux directeur d'un quart de point en juillet 2008 (après l'avoir maintenu inchangé pendant 13 mois) alors que la Fed avait régulièrement abaissé le sien depuis septembre 2007.

² Certains auteurs doutent même que ce lien soit pertinent en période de faible inflation : cf. P. De Grauwe et M. Polan, 2005 : « Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon ? », *Scandinavian Journal of Economics* 107(2) p. 239-259.

PRIX À LA CONSOMMATION HARMONISÉS DANS LA ZONE EURO



Source : COE-REXECODE

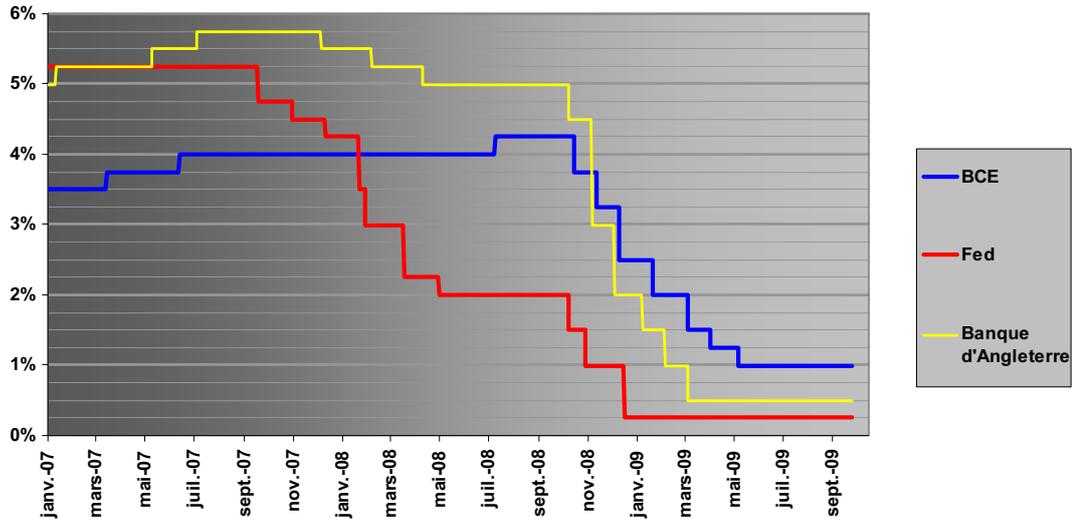
Avec la décrue de l'inflation à la faveur du repli du prix du pétrole, et en pleine crise, la BCE a changé d'orientation en abaissant ses taux à partir d'octobre 2008.

Malheureusement, la politique monétaire n'a pas produit tous les effets escomptés en raison de la défiance persistante des établissements de crédit, l'ensemble du refinancement interbancaire s'étant trouvé « grippé », et de la nécessité pour les banques de consolider leurs bilans ce qui les pousse à restreindre leurs conditions de crédit. C'est ainsi qu'une situation de « **trappe à liquidité** » est apparue (*supra*).

b) Des taux d'intérêts réels comparativement élevés

Il semble qu'en réaction à la crise, la BCE ne se soit pas engagée dans un mouvement de baisse de ses taux directeurs aussi radical que celui pratiqué par la Réserve Fédérale ou la Banque d'Angleterre.

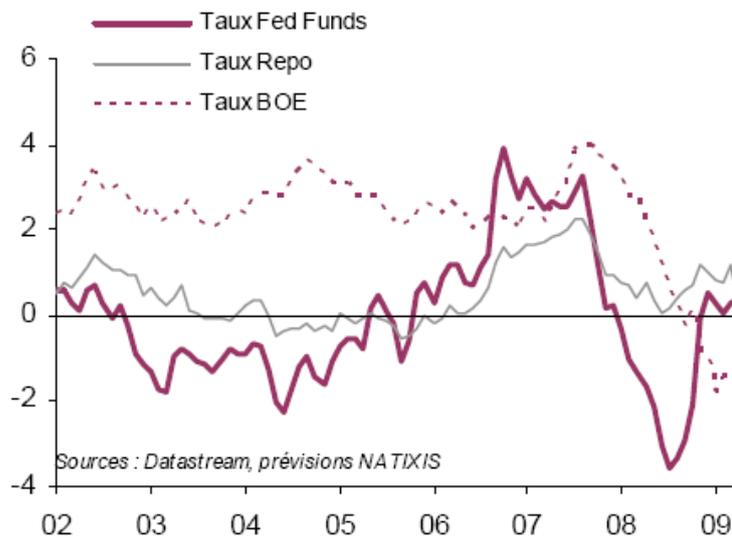
ÉVOLUTION RÉCENTE DES TAUX DIRECTEURS DE LA BCE, DE LA FED ET DE LA BOE



Source : Sénat, service des études économiques

Or, dans un contexte de récession accompagné d'un fort recul de l'inflation, **une augmentation des taux d'intérêt réels peut s'avérer dangereusement procyclique** et entraîner l'économie dans une spirale déflationniste.

TAUX DIRECTEURS RÉELS¹



Source : Natixis, Flash marchés n° 46, 26 janvier 2009

¹ Déflatés par l'indice des prix à la consommation.

Comment expliquer la moindre réactivité de la BCE ? Patrick Artus¹ suggère une explication. Il remarque que si une banque centrale maintient des taux d'intérêt très bas pendant une période de temps assez longue, les taux d'intérêt à long terme deviennent également très bas et les investisseurs accumulent alors des portefeuilles obligataires achetés à des taux d'intérêt très faibles. Dès lors, les banques centrales sont incitées à ne plus remonter les taux d'intérêt pour ne pas provoquer de perte en capital qui s'avèrerait insupportable.

Selon lui, c'est probablement pour éviter à moyen terme ce **risque de « trappe à taux d'intérêt zéro »** que la BCE refuse de baisser agressivement ses taux d'intérêt. Dans cette perspective, les arbitrages effectués par la BCE et par la Réserve Fédérale entre ce risque de moyen terme et le risque à court terme d'une accentuation de la récession ne seraient donc pas les mêmes.

c) Des anticipations de croissance auto-réalisatrices

Avant la crise, Jean-Paul FITOUSSI, président de l'OFCE, notait que l'accélération considérable de la productivité aux Etats-Unis dans les années 90 pourrait être *« la conséquence d'une gestion de l'activité, qui, à l'échelle du pays réduit le risque d'investissement. (...) Aux Etats-Unis, on a à peu près huit années de croissance par décennie, une année de récession, et une année de croissance molle. En Europe, on a habituellement trois années de croissance par décennie, une ou deux années de récession, et cinq années de croissance molle. Ce qui fait qu'un investisseur sur un marché européen est soumis à un risque d'activité beaucoup plus important que son correspondant sur le marché américain »*².

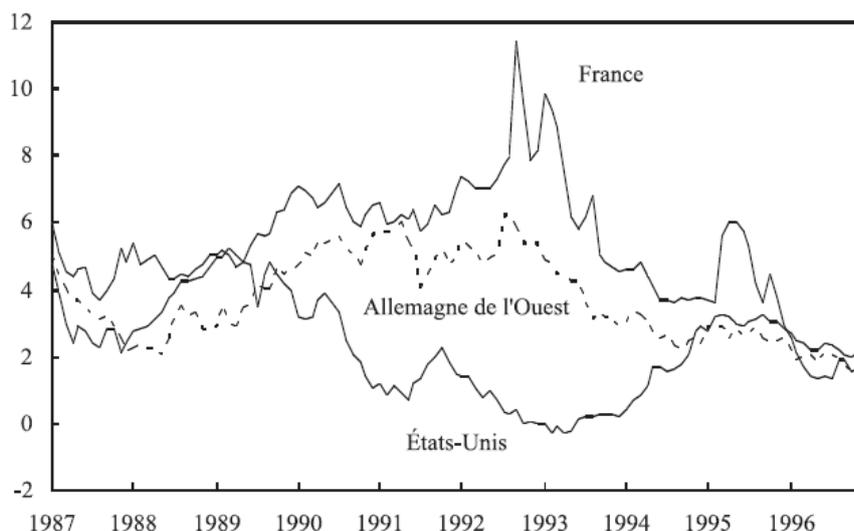
On ne peut exclure que **la crédibilité en termes de perspectives de croissance soit de nature à favoriser une dynamique d'accumulation plus rapide du capital**. Or, la **politique monétaire**, par son impact sur les taux d'intérêt et l'investissement, a une **incidence** certaine sur cette crédibilité.

Au début des années quatre-vingt-dix, la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis, en réaction au ralentissement de l'activité puis à la récession, a ramené les taux courts américains à un niveau historiquement bas. Les pays européens, qui étaient tous engagés au début de la décennie dans une politique d'ancrage au mark, ont suivi au contraire la trajectoire des taux allemands, orientée à la hausse :

¹ Natixis, *Flash marchés* n° 46, 26 janvier 2009.

² *Le Monde.fr*, 13 septembre 2006.

TAUX D'INTÉRÊT RÉELS À COURT TERME



Source : OFCE

Puis à partir des années 2000, il semble qu'à son tour, la zone euro dans son ensemble ait été privée d'un soutien suffisamment actif de la politique monétaire (cf. graphe *supra* « Taux directeurs réels ») pour engager une stratégie de croissance autonome à long terme. Pourtant, ce soutien serait apparu d'autant plus important que les politiques budgétaires y sont contraintes par le pacte de stabilité et de croissance¹.

D'une façon générale, l'orientation des politiques économiques vers un objectif de forte croissance est de nature à améliorer les perspectives de débouchés, qui conditionnent l'investissement et l'innovation et, par conséquent, l'accélération de l'activité dans un cercle vertueux de croissance endogène.

2. Demain : articuler politique monétaire et politique macro-prudentielle ?

a) Abondance du crédit et crise mondiale

Certains économistes estiment que la politique monétaire conduite par la Fed peut être considérée comme directement coresponsable du déclenchement de la crise des subprimes.

Alan Greenspan, gouverneur de 1987 à 2006, a adopté une politique de taux bas afin de soutenir l'activité, notamment à la suite de l'explosion de la « bulle Internet » en 2000. Or, cette politique s'est poursuivie après 2004, alors que la production progressait à nouveau rapidement, à un rythme

¹ Son application est centrée sur deux seuils budgétaires à ne pas dépasser : 3 % du PIB de déficit public et 60 % du PIB de dette publique.

supérieur à 3 %. Alors, l'abondance des liquidités¹ a favorisé d'importants investissements immobiliers, une hausse continue des prix du secteur et une forte progression des prêts hypothécaires.

On sait qu'à partir de 2007, l'amorce d'une baisse des prix de l'immobilier aux Etats-Unis, conjuguée à une remontée des taux d'intérêt, a conduit de nombreux emprunteurs au défaut de paiement et des établissements spécialisés dans le crédit immobilier à la faillite : c'est la crise des « subprimes ».

b) Régulation macro-prudentielle et politique monétaire

(1) Diversifier les objectifs de la politique monétaire en direction de la régulation des prix des actifs ?

Les banques centrales ont un rôle essentiel pour assurer la **stabilité financière**, dans la mesure où elles ont la fonction de prêteur en dernier ressort.

Hormis ce rôle ponctuel, les développements récents montrent que **la politique monétaire, axée sur la stabilité des prix, n'est pas une condition nécessaire et suffisante pour garantir la stabilité financière**.

On a pu croire, un temps, que cette dernière serait une conséquence heureuse de la mise en œuvre d'une stratégie de ciblage d'inflation, mais la crise financière actuelle s'est développée dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt modérés et des tensions inflationnistes limitées² (en dépit de l'envolée des prix immobiliers et des matières premières).

Comme le rappelle M. Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, « *l'environnement de bas taux d'intérêt, qui conduit souvent à une moindre attention des agents vis-à-vis du risque ou à une moindre capacité à l'évaluer, associé à une très forte crédibilité de la banque centrale ne constitue en aucune façon une garantie pour la stabilité financière* »³. C'est l'une des manifestations de ce que certains économistes ont pu qualifier de « **paradoxe de la crédibilité** ».

De fait, alors même que l'inflation demeure modérée car la croissance de l'activité n'excède pas la croissance potentielle, des taux bas favorisent à la fois l'endettement (les durées d'amortissement peuvent s'allonger et par conséquent les volumes empruntés augmenter) et la recherche d'effets de levier. Ces derniers consistent à emprunter pour investir avec un minimum de fonds propres, afin de maximiser le rapport entre, d'une part, le retour sur des investissements ou la vente d'actifs (cas des fonds spéculatifs) essentiellement financés par l'emprunt et, d'autre part, les capitaux propres.

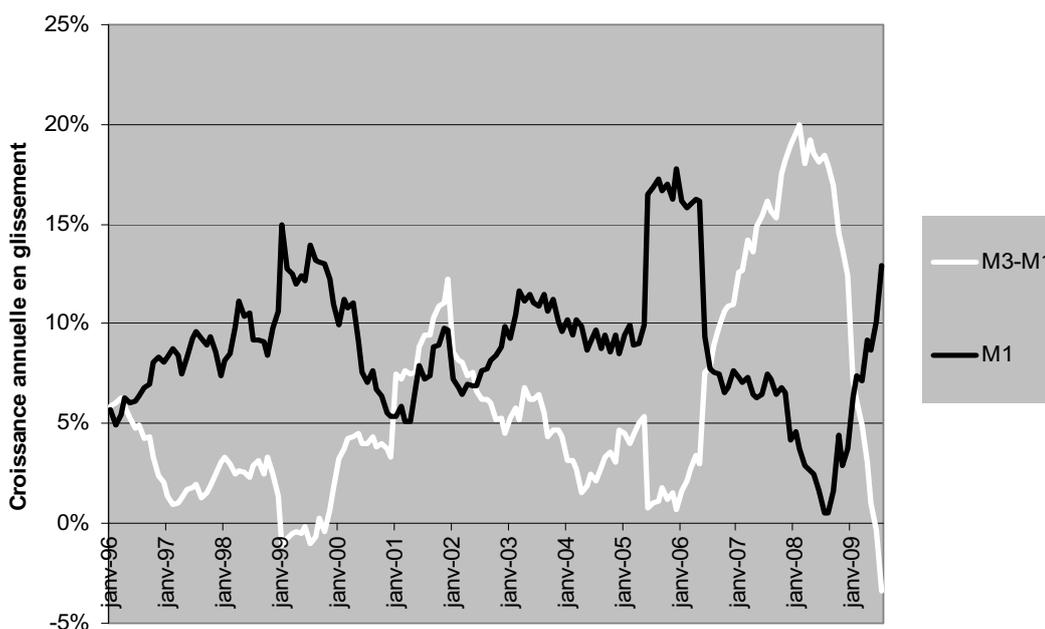
¹ Le 23 mars 2006, le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis a décidé de mettre un terme à la publication de l'agrégat monétaire M3, mais il est vraisemblable qu'il a connu une accélération sensible entre 2006 et 2008.

² Il en est allé de même pour la précédente bulle boursière en 2000.

³ Conférence de Montréal, session plénière : « L'économie internationale en transition », 9 juin 2008

A cet égard, il n'est pas indifférent d'observer que la période qui a précédé la crise s'est caractérisée dans la zone euro par une forte croissance de l'agrégat monétaire M3 (*supra*), bien supérieure à celle de l'agrégat monétaire M1. Or, M3 comprend certains placements et actifs financiers, alors que M1 représente la monnaie *stricto sensu*, celle qui alimente essentiellement les échanges dans le circuit économique de la production et de la consommation.

DIFFÉRENTIEL DE CROISSANCE DES MASSES MONÉTAIRES M1 ET M3



Source : Sénat – service des études économiques, données Banque centrale européenne

Pour l'avenir, sur la base d'une batterie d'indicateurs destinés à permettre une **régulation macro-prudentielle**, il est parfois suggéré que les banques centrales freinent l'expansion du crédit lorsqu'il nourrit des bulles spéculatives.

Ainsi, **les banques centrales ne se limiteraient plus à un objectif de prix concernant les biens et les services, mais étendraient leur surveillance au volume du crédit et au prix des actifs**, aussi bien dans la sphère immobilière que financière.

D'après le FMI, « *les responsables de la politique monétaire devraient mettre davantage l'accent sur les risques macrofinanciers. Cela supposerait un resserrement plus rapide et plus vigoureux des conditions monétaires pour prévenir l'accumulation d'excès dangereux sur les marchés des actifs et du crédit, même si l'inflation semble en grande part maîtrisée* »¹.

¹ Perspectives de l'économie mondiale, octobre 2009.

(2) La voie difficile de l'activation des taux d'intérêt

Cette surveillance macro-prudentielle pourrait-elle constituer un « deuxième pilier » à côté de celui de la stabilité des prix, sinon un « troisième pilier », à côté de ceux de l'inflation et de la croissance ? Une hausse des taux d'intérêt pourrait alors être décidée alors que la croissance économique se situerait sous son potentiel, aboutissant à contracter une demande déjà insuffisante pour permettre le plein emploi des facteurs de production. Le cas se serait récemment présenté dans la zone euro, avant la crise des subprimes, avec une faible croissance économique assortie d'une forte croissance de la masse monétaire (*supra*).

Il peut donc sembler **difficile d'assigner aux taux directeurs des banques centrales le rôle de levier central pour exercer une régulation macro-prudentielle.**

(3) Réactiver des instruments trop vite délaissés ?

Dans ce contexte, on pourrait alors envisager de **réactiver la politique monétaire de réserves obligatoires**, en permettant à la banque centrale son utilisation discrétionnaire sur les crédits alimentant la hausse cumulative de certaines classes d'actifs¹.

D'une façon générale, les différentes pistes concevables pour instaurer une **contrainte macroprudentielle ne sollicitent pas la politique monétaire *stricto sensu***, même s'il est envisageable qu'elles mobilisent l'expertise et l'action des banques centrales.

Plusieurs systèmes sont envisageables. Par exemple, Michel Aglietta² propose que la banque centrale détermine un repère - l'évolution du crédit au secteur privé qui soutient la croissance potentielle – au regard duquel un éventuel excès de crédit serait identifié. Pour contrôler cet écart, la Banque centrale déterminerait un montant agrégé de réserves à imposer aux acteurs financiers, selon un mode de répartition permettant de les proportionner aux risques que font encourir les entités concernées au système financier.

Mais quel que soit le mode de régulation le cas échéant adopté, il semble a priori difficile de mettre en œuvre un système parfaitement étanche au regard des instruments et des objectifs des politiques monétaires.

¹ Voir « Pour une régulation macro-prudentielle » note en date 28 avril 2009, par Laurence Scialom ; lien : <http://www.tnova.fr/images/stories/publications/notes/113-macro.pdf>.

² Voir colloque organisé par le CEPII, « L'économie mondiale 2010 », 16 septembre 2009.

c) *Quelles marges de politique monétaire dans un contexte de fort endettement public ?*

Après la crise, quels arbitrages pourront être rendus entre la poursuite d'une politique monétaire accommodante appropriée à la situation d'endettement des Etats, et un contrôle plus rigoureux de l'endettement privé et de la masse monétaire en circulation, favorable à une activité financièrement plus saine ?

Des doutes ont été émis sur la soutenabilité des endettements publics.

La soutenabilité de la dette publique

Il n'existe pas de critère absolu de soutenabilité des dettes publiques. Pour la simplicité de la démonstration, certains économistes estiment qu'une politique budgétaire peut être considérée comme soutenable lorsque le ratio d'endettement est stable à moyen terme.

Solde stabilisant la dette des administrations publiques

Lorsque le taux de croissance nominale du PIB est inférieur au taux d'intérêt apparent de la dette, la dette des administrations publiques tend spontanément à s'accroître sous l'effet d'un processus auto-entretenu (« effet boule de neige ») : la charge d'intérêt conduit à augmenter le déficit, ce qui augmente à nouveau la charge de la dette. Plus précisément, si on définit, à l'instant t :

- B_t : le solde public,
- BP_t : le solde public hors charge de la dette ou « solde primaire »,
- g : le taux de croissance du PIB nominal,
- D_t : la dette publique,
- Y_t : le PIB nominal,
- i : le taux d'intérêt apparent de la dette,

la dette vérifie l'équation d'accumulation suivante :

$$D_{t+1} = (1+i)D_t - BP_{t+1}$$

soit, exprimé en points de PIB

$$d_{t+1} = \frac{D_{t+1}}{Y_{t+1}} = \frac{D_t}{Y_t} \frac{1+i}{1+g} - \frac{BP_{t+1}}{Y_{t+1}}$$

d'où, au premier ordre

$$d_{t+1} = d_t(1+i-g) - bp_{t+1} \text{ avec } bp_{t+1} = \frac{BP_{t+1}}{Y_{t+1}}$$

A encours de dette et taux d'intérêts donnés, on peut estimer un niveau d'excédent primaire (« solde primaire stabilisant ») qui permet de stabiliser la part de la dette dans le PIB. Avec les conventions précédentes, le solde primaire stabilisant la dette s'écrit :

$$\bar{bp} = -(g-i) \times d_t$$

Ce solde primaire stabilisant dépend de l'écart entre le taux de croissance de l'économie et le taux d'intérêt apparent de la dette publique. Plus cette différence est élevée, plus le solde primaire stabilisant est faible. On définit de façon équivalente le solde public stabilisant (i.e. y compris la charge des intérêts de la dette) qui permettrait de stabiliser la dette en points de PIB. Il s'écrit :

$$\bar{b} = -g \times d_t$$

Source : *Projet de loi de finances pour 2005, tome 1 du Rapport économique, social et financier*

Cette stabilité suppose que le solde primaire¹ vérifie la condition figurant dans l'encadré ci-dessus. Le « solde primaire stabilisant » augmente ainsi avec le volume de la dette et les taux d'intérêt, mais il diminue avec le taux de croissance. Plus la croissance est forte, plus on peut stabiliser l'endettement malgré des déficits budgétaires élevés.

Si le taux de croissance est supérieur aux taux d'intérêt, l'endettement peut même se stabiliser en présence de déficits primaires.

En revanche, si les taux d'intérêt sont supérieurs à la croissance, le volume de l'endettement public peut augmenter alors même que le solde primaire serait en excédent.

Si les taux d'intérêts excèdent nettement le taux de croissance et si, par ailleurs, le niveau de l'endettement est intrinsèquement fort, une stabilisation à ce niveau peut alors impliquer de réaliser des excédents primaires très élevés, ressortant comme peu réaliste compte tenu des variables qui déterminent la dépense publique.

Il faut alors accepter que, transitoirement, l'endettement s'accroisse. Mais le niveau du solde primaire stabilisant² augmente alors pour l'année suivante, ce qui peut engendrer, compte tenu de la rigidité de la dépense, un endettement encore plus important, et ainsi de suite : c'est l'« effet boule de neige » de la dette publique.

La question de la soutenabilité du niveau de la dette doit être également évaluée au regard des risques engendrés par l'évolution spontanée des taux d'intérêt et de la croissance. Plus le ratio endettement/PIB est élevé, plus sa stabilisation peut exiger une augmentation rapide - et difficile - du solde primaire face aux facteurs de dégradation du ratio d'endettement public que sont la hausse des taux d'intérêt ou la baisse du taux de croissance -facteurs en partie exogènes.

La maîtrise du taux d'endettement suppose donc de ne pas dépasser un certain niveau du ratio dette/PIB. Son évaluation comporte cependant une grande part de subjectivité³.

Au vu des niveaux d'endettement public susceptibles d'être prochainement atteints, un effet « boule de neige » de la dette publique ne saurait être exclu si une croissance robuste tardait à se manifester.

¹ Solde budgétaire hors service de la dette.

² Il importe alors que l'écart entre le solde effectif et le solde stabilisant se réduise.

³ C'est ce type de condition qu'impose le pacte de stabilité et de croissance qui encadre la pratique des politiques budgétaires en Europe, et en particulier le seuil de 3 points de PIB pour les déficits et le plafond de 60 points de PIB pour la dette. Ces contraintes sont cohérentes avec une croissance potentielle de 3 % et une inflation de 2 %. Sous ces conditions, la règle des 3 points de PIB garantit la stabilité du ratio de dette publique en proportion du PIB.

ÉVOLUTION DU RATIO ENDETTEMENT PUBLIC / PIB

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Etats-Unis	48,4	49,8	50,5	50,5	50,8	54,7	67,4	77,0
Japon	159,4	167,0	177,3	172,5	173,6	180,1	197,0	201,3
Zone euro (6 pays)	69,1	69,6	70,2	68,5	66,3	69,3	77,0	81,0
Allemagne	63,7	65,6	67,8	67,6	64,9	65,9	72,5	75,2
France	62,9	64,9	66,4	63,7	63,8	68,1	76,5	80,7
Italie	104,4	103,8	105,8	106,4	103,5	105,8	114,9	117,6
Espagne	48,7	46,2	43,0	39,6	36,2	39,7	50,1	59,7
Pays-Bas	52,0	52,4	51,8	47,4	45,5	58,1	59,2	61,6
Belgique	98,5	94,2	92,1	87,8	84,0	89,8	98,0	100,7
Royaume-Uni	38,7	40,6	42,2	43,2	44,2	51,9	64,5	74,3

Prévisions COE-REXECODE pour 2009 et 2010, septembre 2009

Les émetteurs souverains seraient alors contraints d'augmenter leurs emprunts. La capacité d'absorption du marché pour les titres représentatifs de ces emprunts est fonction de la disponibilité de l'épargne et de son appréciation des risques encourus. Si la préférence des épargnants pour la sécurité s'érode, la propension à investir dans les titres publics diminue.

D'une façon générale, l'augmentation des dettes publiques – et des créances sur les Etats – représente une sorte d'abcès de fixation – une « bulle de la dette publique¹ » selon certains – qui fragilise le système financier au-delà d'un certain stade d'accumulation. Il est alors possible que les marchés réagissent dans une « fly from quality », dont des baisses successives des notations accordées à la dette des Etats donneraient alors, le cas échéant, la mesure du rapprochement.

Il est à noter que ces enchaînements seraient sans doute accélérés si les banques centrales devaient durcir leur impulsion monétaire, soit par une décision discrétionnaire, soit par souci de conserver leur crédibilité si les marchés se mettaient à exiger des rendements plus élevés sur les titres publics.

Dans ce contexte, la **politique monétaire** ressort comme soumise à des **contraintes d'objectifs contradictoires** représentant pour les autorités monétaires un dilemme embarrassant :

- d'un côté, elles peuvent estimer que la lutte contre l'inflation implique un retour à des interventions plus « orthodoxes », notamment pour discipliner la politique budgétaire, sans oublier le souci de ne pas être devancées par des marchés qui anticiperaient, avant elles, des désordres sur les prix et les marchés obligataires, ce qui altérerait leur crédibilité ;

- de l'autre, elles doivent redouter un effondrement des marchés obligataires (qui financent les Etats), ce qui les laisserait seules, en première ligne pour lutter contre la nouvelle crise qui s'ensuivrait.

¹ Certains observateurs considèrent qu'un phénomène de bulle de la dette publique est avéré pour les titres de l'Etat fédéral américain, massivement détenus par les fonds souverains, qui continuent à les acquérir, sans quoi leur valeur diminuerait, ce qui obérerait mécaniquement la valeur de leurs actifs.

Finalement, il semble logique de prévoir que les banques centrales considéreront dans la période qui s'ouvre que le danger macroéconomique majeur n'est plus l'inflation - qui accompagne habituellement les périodes de forte croissance – mais l'insolvabilité des Etats, et orienteront leurs taux d'intérêt en conséquence¹.

En ce sens, on pourrait être tenté d'ajouter, dans la lignée d'une récente étude de la banque américaine Goldman Sachs² qui montre rétrospectivement **l'impact potentiel, majeur à moyen terme, de la croissance et de l'inflation sur le niveau de la dette publique** exprimé en proportion de la richesse nationale, que l'amélioration de la situation financière des Etats-Unis devrait être principalement réalisée grâce à la croissance économique et à l'inflation.

L'amélioration de la situation financière des Etats-Unis et du Royaume-Uni dans l'après-guerre

Les déficits publics ont été, certes, réduits, mais l'amélioration de la situation financière n'a pas été due à une austérité fiscale extrême.

En 1946, la dette des Etats-Unis atteignait 108,6 % de son produit intérieur brut (PIB). En 1960, ce ratio était tombé à 45,7 % en raison, principalement, de la croissance du PIB - elle avait retiré 33,4 points au ratio d'endettement - et de l'inflation - qui en avait rogné 29,3 points.

Le même phénomène s'observait au Royaume-Uni où le ratio dette sur PIB a été ramené de 248,5 % en 1946 à 118,1 % en 1960, en particulier grâce aux effets conjugués de l'inflation (- 106,7 points) et de la croissance (- 46,6 points).

Cependant, outre que la flexibilité du change, l'internationalisation et la financiarisation des économies empêchent de scénariser l'avenir par analogie avec la période qui a suivi la Seconde guerre mondiale, il est aujourd'hui **préférable³ de raisonner dans le cadre d'une croissance sans inflation**, ce qui invite à recommander des orientations de politique monétaire pondérant davantage la croissance que le risque inflationniste.

¹ *Voire recourir au financement monétaire de la dette par achat direct de titres publics (« quantitative easing ») évoqué plus haut.*

² *Étude en date du 2 juillet 2009. Voir Le Monde du 1^{er} septembre 2009.*

³ *Voir par exemple le Bulletin des Études Économiques de BNP PARIBAS, juillet-août 2009, par Philippe d'Arvisenet : « Il n'est (...) pas évident qu'une baisse du ratio d'endettement, corrélatif à une accélération de l'inflation, soit réalisable dans une économie ouverte caractérisée par un marché obligataire très internationalisé (les émissions souveraines sont en quasi-totalité souscrites par des investisseurs institutionnels très sensibles à l'inflation, la moitié des encours d'obligations d'Etat sont détenus par les non-résidents aussi bien aux Etats-Unis qu'en France). Dans pareil contexte, le risque inflationniste se paierait par une hausse des taux d'intérêt supérieure au surcroît d'inflation, car incluant une prime de risque inflationniste. L'espoir d'un recul du ratio d'endettement par l'inflation pourrait, dans de telles conditions, se révéler vain. En outre, les systèmes de pensions ont largement investi en titres d'Etat. Enfin, les gouvernements ont émis des montants non négligeables d'obligations indexées sur l'inflation ».*