

# La politique monétaire dans tous ses états

**T**rop expansionniste. Deux mots suffisent à résumer le débat contemporain sur la monnaie. En clair, ils signifient que la liquidité mondiale\*, autrement dit la monnaie créée par l'ensemble des banques centrales de la planète (ce que l'on appelle la « monnaie banque centrale\* »), est très (trop) abondante. Par voie de conséquence, le crédit devient lui aussi trop abondant. Et cette abondance, on la mesure d'abord à l'évolution de la base monétaire\*. Celle-ci a progressé de 13 % à 15 % l'an depuis le début de la décennie, ce qui est déjà beaucoup, avant de s'envoler carrément à la mi-2008 sur un rythme annuel de quelque 30 %. Logique.

Pour lutter contre les crises et autres récessions, les banques centrales augmentent toujours énormément la liquidité. Mais compte tenu du rythme de croisière adopté depuis dix ans, le niveau atteint aujourd'hui par la liquidité mondiale\* est sans précédent. En 1988, la base monétaire\* représentait un peu plus de 8 % du PIB mondial<sup>1</sup> en valeur. Vingt

---

(1) États-Unis, Canada, Union européenne à 15, Japon, Chine, Inde, autres pays d'Asie, pays d'Europe centrale et orientale (PECO), Amérique latine (y compris le Mexique), Russie, Norvège et l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP).

## À QUOI SERT LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

La politique monétaire est l'ensemble des mesures qui sont destinées à agir sur les conditions de financement de l'économie. Son objectif principal est le maintien de la stabilité des prix (approche monétariste), mais elle peut aussi favoriser la croissance et le plein-emploi (approche keynésienne). Pour atteindre ses objectifs, la banque centrale dispose d'une série d'outils susceptibles de moduler la création monétaire.

Pour maintenir la stabilité des prix, la banque centrale fixe la valeur de son taux d'intérêt directeur\*, le taux auquel elle prête la monnaie qu'elle émet aux banques commerciales à un horizon de quelques jours. En temps normal, le niveau qu'elle choisit pour son taux directeur\* se transmet à l'économie par l'intermédiaire de plusieurs canaux.

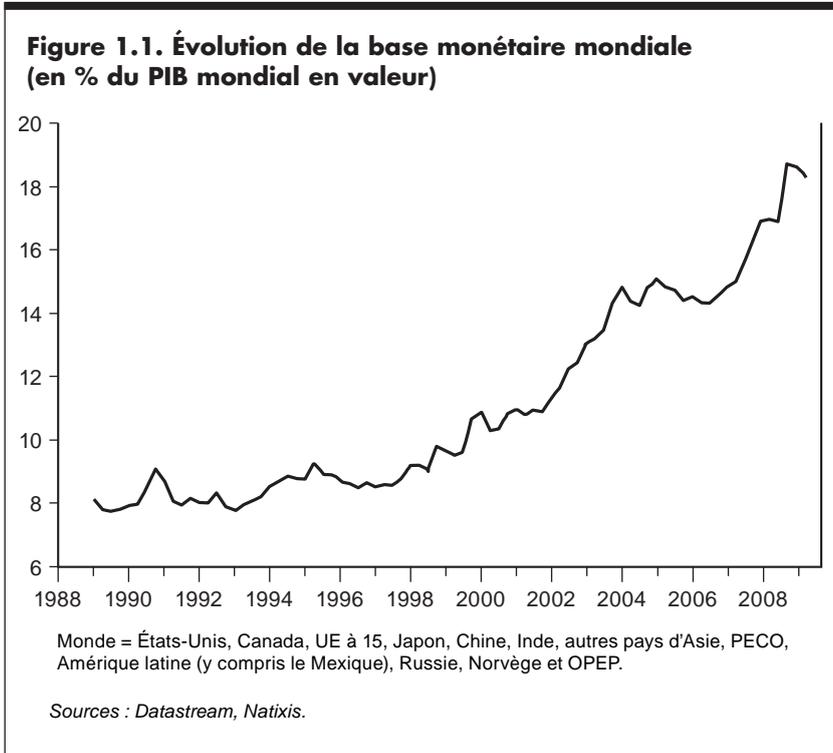
Le premier canal de transmission de la politique monétaire est celui des taux d'intérêt : en contrôlant les taux d'intérêt à court terme\*, la banque centrale a une forte influence sur l'offre de liquidité.

À ce premier canal de transmission, vient s'ajouter notamment un second canal, le canal du crédit, qui met en jeu le rôle des banques et le fonctionnement du marché du crédit bancaire. Ce canal tend en théorie à amplifier les effets des impulsions de politique monétaire,

en agissant soit sur le coût effectif du crédit bancaire pour les clients des banques, soit sur la quantité de crédit que les banques sont prêtes à mettre à la disposition des agents économiques.

Au total, en contrôlant le taux d'intérêt nominal\* de très court terme sur le marché monétaire, la banque centrale influence les conditions de financement de l'économie, donc de la demande agrégée de biens et services et, *in fine*, après un certain délai, le niveau de l'inflation. On parlera d'une politique monétaire expansionniste\*, destinée à stimuler la croissance économique, lorsqu'il y a augmentation du crédit (grâce à des taux d'intérêt bas) et gonflement de la masse monétaire. Le risque est alors que la création monétaire soit excessive et que l'on ait de l'inflation (dans l'approche classique) ou des bulles\* sur prix d'actifs\* (dans l'approche contemporaine). Dans le cas contraire, on parlera de politique monétaire restrictive\* lorsque les autorités monétaires décident de restreindre l'accès au crédit (au moyen de taux d'intérêt élevés) et de faire maigrir la masse monétaire. Le risque est alors que la croissance soit freinée ou, pire encore, que s'enclenche un processus déflationniste (baisse généralisée des prix, des profits et des salaires, récession, chômage).

ans plus tard, au début de 2008, elle tutoyait les 19 % de PIB, avec un montant supérieur à 10 000 milliards de dollars, avant de redescendre légèrement début 2009 à un peu plus de 18 % du PIB mondial (voir figure 1.1).



L'excès de liquidité ne date pas d'hier. La liquidité mondiale\* (la monnaie banque centrale\*) augmente trop vite depuis les années 1990. Il y a deux causes essentielles à cette croissance très rapide : les politiques monétaires expansionnistes\* menées par les grands pays de l'OCDE, y compris en période de beau temps, et l'accumulation des réserves de change\* par les banques centrales des pays émergents et producteurs de matières premières qui, depuis la fin de la décennie 1990, cherchent ainsi à limiter l'appréciation de leur taux de change\*.

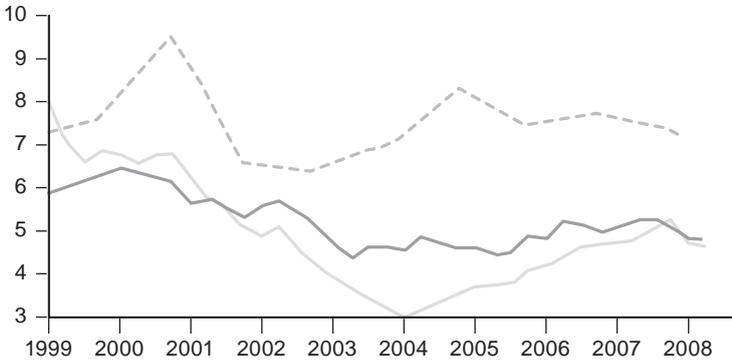
## 8 - La liquidité incontrôlable

Depuis une quinzaine d'années, les banques centrales des grands pays de l'OCDE ont en effet pris l'habitude de pratiquer des politiques expansionnistes\*. Ils l'ont fait même lorsque la croissance était au rendez-vous et que le crédit et les prix d'actifs\* progressaient très rapidement, comme ce fut le cas à la fin des années 1990 ou sur la période 2002-2007. La machine à fabriquer la monnaie s'est emballée avec la crise financière de 2007-2009, mais la liquidité mondiale\* était déjà dopée depuis longtemps par des taux d'intérêt (le loyer de l'argent) inférieurs au taux de croissance. Un mouvement qui s'est encore accéléré à partir de 2002-2003 (voir figure 1.2).

On peut certainement faire le lien entre le comportement des autorités monétaires et le fait que leur politique a toujours été dictée par une seule et unique obsession : la lutte contre l'inflation. C'est ce que l'on a appelé les « politiques d'*inflation targeting*\* » (la banque centrale cherche à contrôler l'inflation future telle qu'elle l'anticipe), l'objectif principal, pour ne pas dire exclusif, de la politique monétaire étant alors d'assurer la stabilité des prix. Or, comme l'inflation semblait être sortie des radars, les banquiers centraux en général et Alan Greenspan, le patron de la Réserve fédérale américaine d'août 1987 à janvier 2006, en particulier, se sont progressivement convaincus qu'avec la maîtrise de l'inflation, ils avaient enfin achevé leur quête du saint Graal monétaire. Ils ont pensé qu'ils pouvaient désormais s'abandonner sans risque aux bienfaits d'une politique « accommodante\* » (c'est ainsi que l'on qualifie généralement une politique monétaire où la distribution du crédit est facilitée par la modestie du taux d'intérêt), censée installer l'économie mondiale sur un sentier de croissance optimal, une économie mondiale désormais affranchie grâce à eux des cycles économiques.

Afin de « théoriser » en quelque sorte leurs pratiques, les banquiers centraux développent alors une nouvelle théorie, celle de la « grande modération » : c'est la crédibilité\* de la politique monétaire qui aurait permis d'obtenir, depuis le début des années 1990, à la fois une faible variabilité de la croissance, de l'inflation et des taux

**Figure 1.2. Taux d'intérêt et taux de croissance du PIB mondial (pondérés par les PIB \$PPA)**



Sources : Datastream, Natixis.

Monde = États-Unis, Canada, UE à 15, Japon, Chine, Inde, émergents d'Asie, PECO, Amérique latine (y compris le Mexique), Australie et OPEP.

**Légende**

- Taux d'intérêt 3 mois
- Taux d'intérêt long terme
- - - PIB en valeur (GA en %) (%)

Prenons le cas d'un emprunteur. Si la croissance de ses revenus est supérieure au niveau des taux d'intérêt, n'importe quel taux d'endettement lui semble supportable, car, au fil du temps, la dette augmentant avec les taux d'intérêt mais son revenu augmentant plus vite, son taux d'endettement (dette / revenu) diminue mécaniquement. Apparemment, il n'y a donc plus de contrainte de solvabilité, plus de taux d'endettement maximal à ne pas franchir. Voilà pourquoi on dit qu'une situation où, durablement,

le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance est « pathologique » : elle incite finalement les acteurs économiques à s'endetter de manière déraisonnable, au risque de se retrouver étranglés lorsque la crise financière survient et que la situation économique se retourne brutalement. Or, on observe que cette incitation à s'endetter fut omniprésente sur la première décennie du siècle, avec un écart particulièrement élevé en 2004 entre les taux d'intérêt et le taux de croissance.

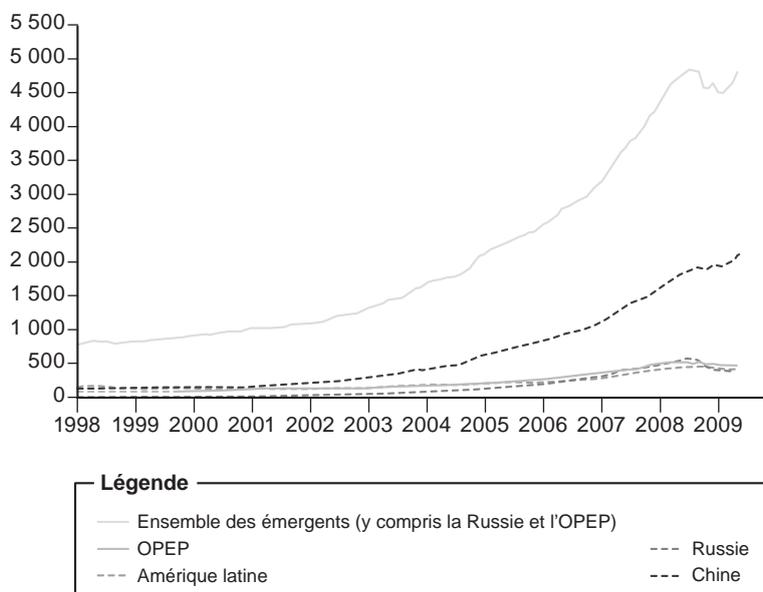
d'intérêt (à l'exception de l'épisode de crise de 2001). Ils défendent la thèse de l'équivalence entre contrôle de l'inflation et stabilité financière : en l'absence d'inflation, la politique monétaire est réputée conservatrice et il ne peut y avoir de déséquilibre financier... La réalité sera finalement moins flatteuse, car nos banquiers centraux auront surtout contribué à installer progressivement une situation très toxique pour l'économie. En principe, le loyer de l'argent devrait en effet toujours être supérieur au taux de croissance, faute de quoi les emprunteurs ne voient pas de raison de limiter leur endettement. C'est ainsi que le taux d'endettement « optimal » devient trop élevé, au risque de fabriquer des bulles\* qui finiront par éclater. Les prix des actifs\* (actions, immobilier, matières premières) et l'endettement ont augmenté de manière tout à fait anormale à la fin des années 1990, puis de 2003 à 2007, et l'explosion des bulles\* sur les prix d'actifs\* a déclenché les crises.

## **En accumulant des réserves de change, les pays émergents créent l'essentiel de la liquidité**

Si les banquiers centraux des grands pays de l'OCDE méritent le goudron et les plumes, ils ne sont toutefois pas les seuls responsables de la croissance de la liquidité mondiale\* observée depuis une bonne décennie. Ni même les principaux... Celle-ci est due surtout aux politiques monétaires menées par les pays émergents et exportateurs de matières premières. Il s'agit là d'un changement structurel majeur. Depuis quelques années, l'orientation de la politique monétaire mondiale dépend en effet de moins en moins de la politique monétaire menée par les grands pays (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon) et de plus en plus de celles décidées par les pays émergents et producteurs de matières premières.

Après la fin des crises de la période 1997-2000, la plupart des pays émergents se sont mis à accumuler d'importantes réserves de change\* en devises. Ainsi, sur plus de 6 000 milliards de dollars de réserves de change\* mondiales à fin 2008, l'ensemble des pays

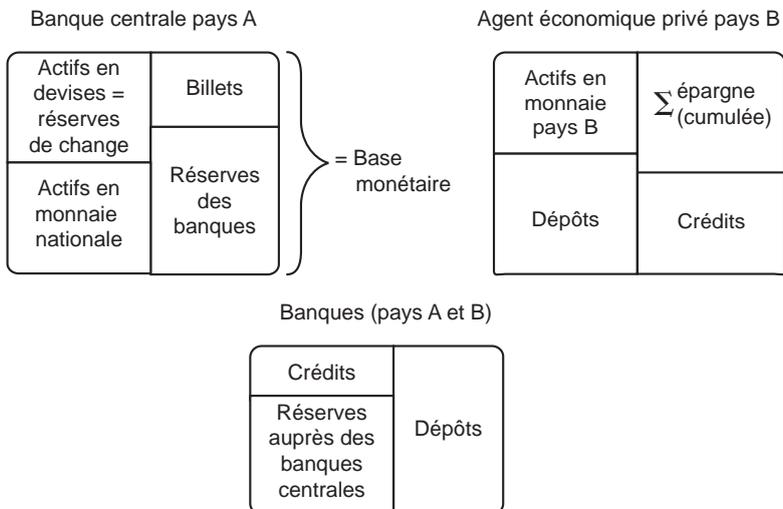
**Figure 1.3. Évolution des réserves de change mondiales (en milliards de dollars)**



Sources : Datastream, Natixis.

émergents, y compris la Russie et l'OPEP, en comptaient plus de 4 500 milliards : un peu plus de 2 000 milliards pour la Chine, 500 milliards pour les pays de l'OPEP, 420 pour l'Amérique latine (y compris le Mexique) et 360 pour la Russie (voir figure 1.3). Les pays émergents créent donc désormais les trois quarts de la liquidité (de la base monétaire\*) mondiale *via* l'accumulation de leurs réserves de change\*, puisqu'une telle accumulation est créatrice de monnaie (voir figure 1.4). Reste à comprendre pourquoi les banques centrales des pays émergents d'Asie, des producteurs de pétrole, du Japon éprouvent ainsi le besoin d'engranger depuis quelques années des montagnes de réserves de change\*. Pour cela, un petit retour en arrière s'impose.

**Figure 1.4. Accumulation de réserves de change et création monétaire**



Sources : Datastream, Natixis.

Lorsque la banque centrale du pays A (la Chine, par exemple) accroît ses réserves de change\* de 1, on a :

une variation des réserves de change\*  
(des actifs en devises) de la banque centrale chinoise  
= 1 ;

une variation des réserves des banques  
auprès de la banque centrale  
= 1 ;

une variation des dépôts  
= 1.

Pour les agents économiques privés du pays B (les États-Unis, par exemple) :

une variation des actifs détenus  
= - 1  
puisque'ils vendent ces actifs à la banque centrale chinoise ;

une variation des dépôts  
= 1,  
reçu en paiement de la vente des actifs.

Il y a à la fois accroissement de la base monétaire\* (total du bilan de la banque centrale et réserves des banques à la banque centrale) et de la masse monétaire mondiale (des dépôts bancaires du secteur privé).

De plus, cette création monétaire circule dans le monde entier. Expliquons pourquoi avec l'exemple de la Chine :

- la banque centrale de Chine accroît ses réserves de change\* (en dollars dans notre exemple) ;
- pour cela, elle crée du cash renminbi (création de base monétaire\*) avec lequel elle achète du cash dollars (par exemple, auprès d'un exportateur chinois qui a reçu des dollars en paiement) ;
- avec le cash dollars, elle achète une obligation en dollars, par exemple auprès d'un investisseur américain (hausse des réserves de change\*) ;
- cet investisseur américain dispose donc de cash au lieu d'obligations et peut l'utiliser à sa guise (hausse de la liquidité disponible aux États-Unis).

La liquidité créée par une banque centrale lorsqu'elle accumule des réserves devient bien disponible partout dans le monde.

Pour éviter une récession mondiale après l'éclatement de la bulle Internet, le 11 Septembre et l'affaire Enron, les autorités monétaires américaines mais aussi européennes et japonaises ont à l'époque abaissé violemment leurs taux d'intérêt. Avec la forte stimulation budgétaire décidée par ailleurs par la première administration Bush, il n'en fallait pas davantage pour que la croissance redémarre dès 2003 dans les pays avancés. Une croissance qui a eu, entre autres, deux conséquences : l'apparition d'un solide excédent commercial dans les comptes de la Chine, nouvelle vedette de la mondialisation, et une flambée du prix des matières premières en général et du pétrole en particulier.

Les pays émergents et producteurs de pétrole et de matières premières se sont ainsi retrouvés à la tête d'excédents commerciaux importants (à fin juin 2008, par exemple, l'excédent commercial de la Chine comme celui de l'ensemble Russie + OPEP était de l'ordre

## 14 - La liquidité incontrôlable

de 500 milliards de dollars), dont une partie substantielle venait du déficit extérieur des États-Unis (– 750 milliards de dollars à fin juin 2008). En régime de taux de change\* parfaitement flexibles, autrement dit en l'absence de toute intervention de change des banques centrales, cette situation se serait traduite par une forte appréciation des devises de ces pays par rapport au dollar, puisque c'est normalement par le libre mouvement des monnaies ou des flux de capitaux que se rééquilibrent les balances commerciales. Mais tel ne fut pas le cas, notamment en ce qui concerne la Chine. Le fait que l'empire du Milieu soit devenu membre de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) sans qu'en contrepartie, il lui ait été demandé de pratiquer la liberté des changes trouve sans doute ici un développement dont on n'avait pas forcément mesuré l'ampleur et les implications (voir encadré).

### **CHANGES FLEXIBLES ET INTERVENTIONS DE CHANGE**

Prenons le cas des États-Unis. La balance des paiements des États-Unis s'écrit :

$$\begin{aligned} & \Delta \text{ réserves de change des États-Unis} \\ & = \text{balance courante des États-Unis} \\ & + \text{flux de capitaux privés vers les États-Unis} \\ & + \text{achats d'actifs en dollars pour les banques centrales} \\ & (= \text{hausse des réserves de change en dollars des banques centrales}). \end{aligned}$$

En changes purement flexibles, les banques centrales n'interviennent pas ; on doit donc avoir :

$$\begin{aligned} & \text{flux de capitaux privés vers les États-Unis} \\ & = \text{déficit extérieur (courant) des États-Unis}. \end{aligned}$$

Les interventions de change (= pertes de réserves de change\* en devises par la Réserve fédérale, achats de titres en dollars par les autres banques centrales) soutiennent le taux de change\* du dollar. L'excédent commercial chinois, notamment vis-à-vis des États-Unis,

s'est en effet trouvé artificiellement gonflé en raison du lien renminbi/dollar (à la fin du premier semestre 2008, il excédait les 200 milliards de dollars) et s'est déversé sans retenue dans les réserves de la banque centrale chinoise qui ont prospéré à toute vitesse, passant d'une croissance annuelle de quelque 50 milliards de dollars en 2003 à 450 milliards en 2007. Neuf fois plus ! Or, avec cette manne, la banque centrale chinoise a tout simplement acheté des obligations d'État... américaines.

Le mécanisme vaut aussi pour les pays exportateurs de matières premières. En contrepartie de la vente des richesses de leurs sous-sols, pays arabes, Russie et autres Venezuela reçoivent en paiement des dollars qu'ils s'empressent d'accumuler dans leurs réserves de change\*, donc de replacer sur les marchés financiers (le « recyclage\* » des pétrodollars a fait une entrée remarquée sur la scène internationale avec les chocs pétroliers des années 1970). En quatre ans, la progression des réserves de change\* des banques centrales des pays pétroliers est passée elle aussi d'un rythme annuel de 20 milliards de dollars à plus de 250 milliards en 2007.

Pour limiter l'appréciation de leur monnaie, très significative depuis la fin 2002 (hors la parité yuan/dollar, la monnaie chinoise ayant été arrimée au dollar jusqu'au 21 juillet 2005<sup>2</sup>), afin de préserver leur compétitivité et leur capacité à exporter, les pays émergents doivent acheter des actifs en dollars, autrement dit accumuler les réserves de change\*. Ceci est typiquement le cas de la Chine qui ne peut prendre le risque de voir sa croissance handicapée par une appréciation intempestive du renminbi par rapport au billet vert. Mais la question est sensible également pour les trois autres mousquetaires des BRIC, le Brésil, la Russie et l'Inde, soucieux eux aussi de ne pas trop laisser s'apprécier leur devise (plus que jamais

---

(2) Date à laquelle Pékin a assoupli l'arrimage du renminbi au dollar. À cette date, le dollar achetait 8,27 yuans. Depuis la fin de 2008, il évolue autour de 6,83 yuans.

aujourd'hui au moment où leurs exportations pâttissent du ralentissement économique mondial).

Certains pays émergents, notamment la Russie ou les pays d'Amérique latine, échaudés par les crises de la fin des années 1990, ont aussi tendance à accumuler des réserves pour décourager les attaques spéculatives visant à « jouer » la dépréciation de leur monnaie. De ce point de vue, cette politique n'a d'ailleurs servi à rien, puisqu'elle ne les a pas vraiment prémunis contre les crises de change. Mais le fait est là : après une courte pause et les fortes sorties de capitaux observées depuis certains pays émergents à la fin de 2008, l'accumulation des réserves a repris de plus belle avec la fin du rapatriement des flux de capitaux des pays émergents vers les États-Unis. La Chine, par exemple, a engrangé 30 milliards de dollars pour le seul mois de mai 2009, afin de maintenir la stabilité de sa monnaie par rapport au dollar. Parallèlement, les pays développés, États-Unis en tête, ont mis en œuvre, à partir de l'automne 2008, des politiques monétaires extraordinairement expansionnistes\* afin de tenter de juguler les effets ravageurs de la crise financière.

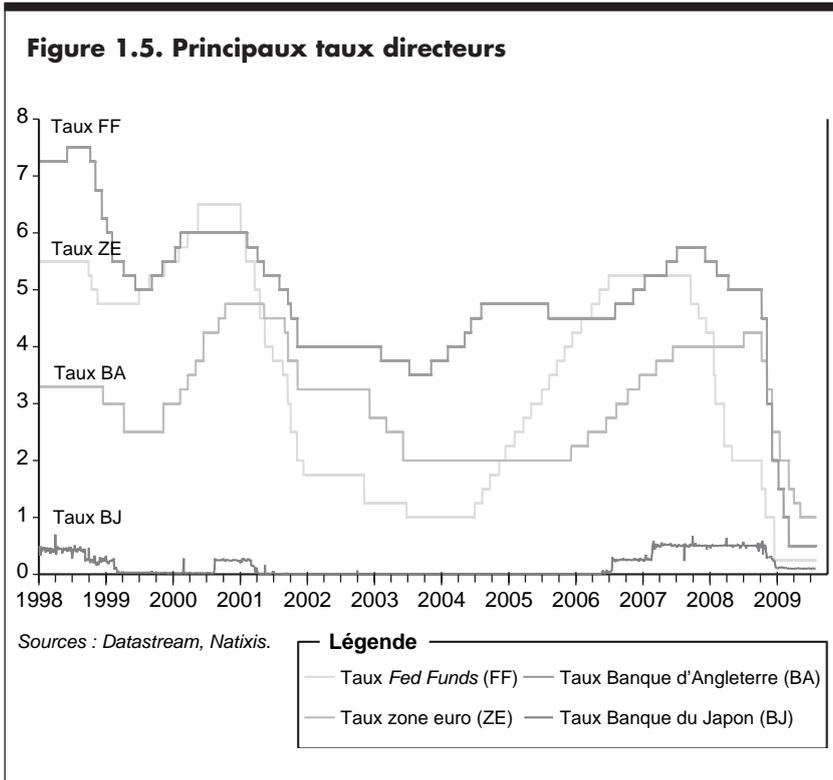
## **Quand les banques centrales font feu de tout bois pour sauver la croissance**

Les banques centrales des grands pays de l'OCDE avaient déjà pris l'habitude, on l'a dit, de mener des politiques monétaires accommodantes\* dans les phases de croissance, même lorsque la situation économique ne l'exigeait pas et que le crédit et les prix d'actifs\* augmentaient très rapidement. Avec la crise financière, elles ont même mis en place des politiques monétaires exceptionnellement expansionnistes\* pour soutenir les banques, tenter de faire repartir le crédit, éviter l'effondrement des prix d'actifs\* et l'installation d'une spirale déflationniste toujours dangereuse. En cela, elles ont agi comme une banque centrale agit toujours en pareilles circonstances : elles ont augmenté considérablement la liquidité en circulation.

C'est ce que la Banque du Japon avait tardé à faire, avant de finalement s'y résoudre avec la crise bancaire japonaise de la fin des années 1990. C'est ce que la Réserve fédérale a également décidé à plusieurs reprises avec la crise immobilière du début des années 1990, puis des nouvelles technologies (2001 à 2003) et à nouveau – on l'a vu – avec la crise de 2008, tout comme d'ailleurs la Banque centrale européenne (BCE) ou la Banque d'Angleterre. Cette fois, pour lutter contre la crise la plus dangereuse depuis 1929, les autorités monétaires de la planète ont sorti l'artillerie lourde et pris des mesures d'une nature et d'une ampleur tout à fait inédites. Dès l'été 2007 et les premières secousses, elles ont d'abord puisé dans l'arsenal des moyens d'intervention traditionnels, avant de passer à un dispositif encore nettement plus offensif.

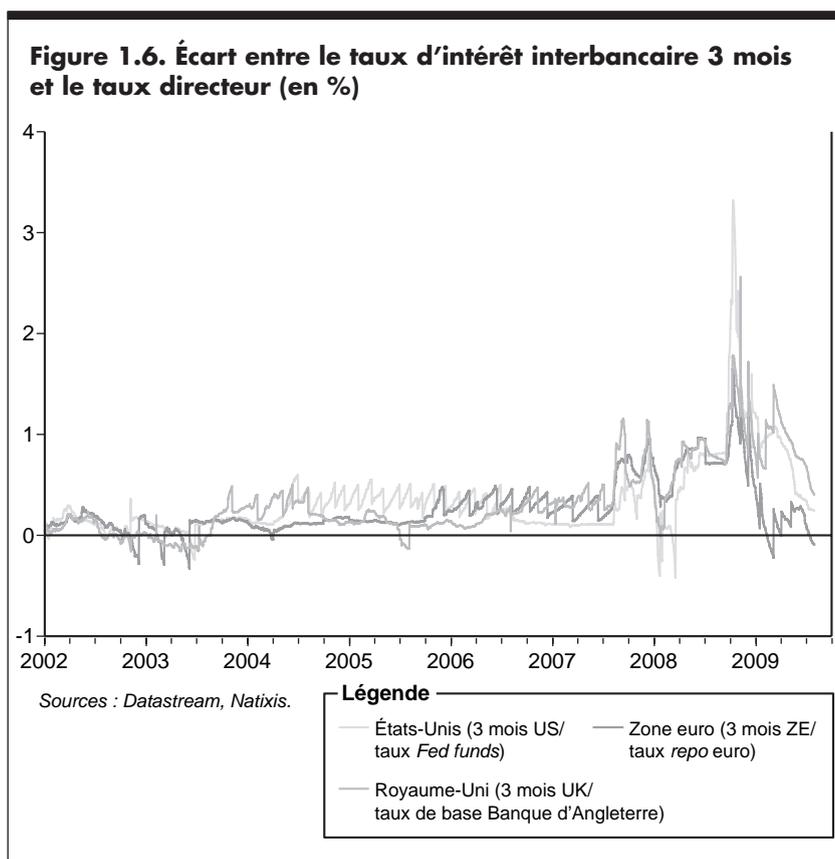
Dans le registre du traditionnel, les banquiers centraux ont très vite dégainé l'arme des taux d'intérêt, afin de limiter les effets de la crise financière sur la croissance. La Fed a amorcé, dès le début de la crise, une longue phase de décélération de son principal taux directeur\*, passé de 5,25 % au début de l'été 2007 à une fourchette de 0 % à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008, soit une baisse de 500 points de base en moins de dix-huit mois. Quant à la BCE, qui avait augmenté régulièrement le sien jusqu'à l'été 2007, elle a tenu le palier des 4 % jusqu'à la mi-2008, avec même une dernière augmentation à 4,25 % le 3 juillet 2008, avant d'amorcer à son tour une série de baisses après que la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 ait menacé d'emporter l'ensemble du système bancaire. Entre octobre 2008 et mai 2009, l'équipe de Francfort a ainsi décidé sept baisses successives pour installer finalement son principal taux directeur\* à l'étiage de 1 % le 7 mai 2009. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont bien entendu emprunté le même chemin (voir figure 1.5).

Les autorités monétaires sont également intervenues massivement dès l'été 2007 pour injecter des liquidités sur le marché



interbancaire\*, principale source de refinancement des banques, dès qu'elles ont constaté que, miné par une grave crise de confiance, celui-ci était menacé d'asphyxie. Par temps calme, les taux interbancaires à trois mois ne dépassent pas de plus de 20 points de base le taux directeur\* de la banque centrale considéré comme sans risque (cela signifie que, pour un taux directeur\* de 3 % dans la zone euro, le taux Euribor trois mois devrait « normalement » être égal ou inférieur à 3,20 %). Mais, à partir d'août 2007, ce *spread*\*, autrement dit ce différentiel (cet écart) de taux, n'a cessé de s'élargir, pour déboucher sur une véritable poussée de fièvre au second semestre 2008, signe évident que la crise financière alimentait un climat de méfiance entre les banques. Plus la crise prenait de l'ampleur, plus les unes rechignaient à prêter aux autres et réciproquement, ce qui poussait

irrésistiblement les taux d'intérêt à la hausse. Très vite, les autorités monétaires ont donc décidé de jouer pleinement leur rôle de prêteuses en dernier ressort\*, en intervenant massivement pour injecter des liquidités dans le système, espérant ainsi réduire les tensions sur le marché monétaire et restaurer la confiance. Elles l'ont fait par divers canaux : allongement de la durée des *repos*\* (BCE), allongement de la liste des actifs pris en collatéral\* (BCE et surtout Fed), passage à des *repos*\* à taux fixes (BCE), utilisation de la *discount window*\*... Progressivement, les taux d'intérêt sur les titres publics à court terme\* comme sur les taux interbancaires à court terme, après le rétablissement de la liquidité sur le marché interbancaire\*, ont effectivement été ramenés à des niveaux très bas (voir figure 1.6).

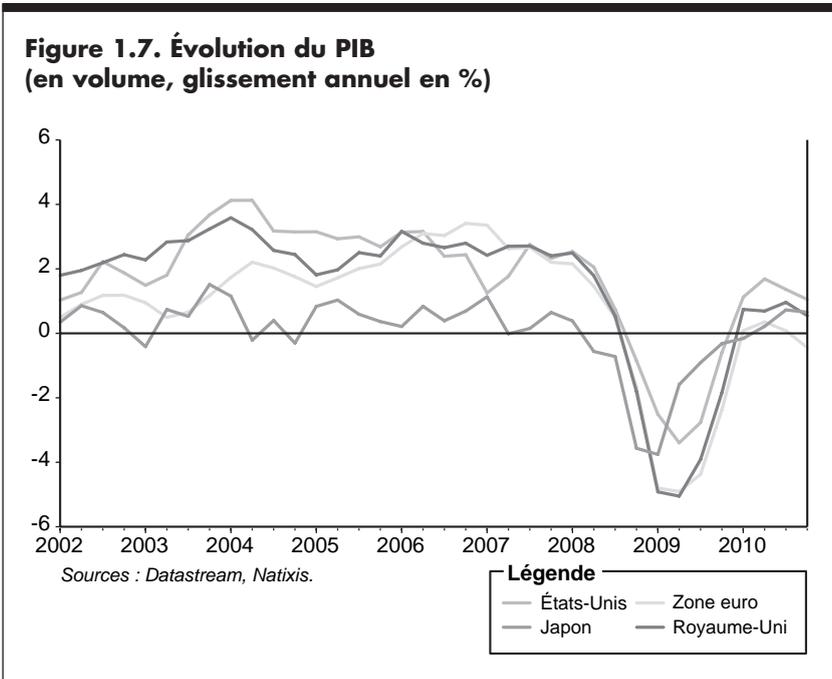


Ces différentes mesures de politiques monétaires ont été efficaces pour restaurer la liquidité sur les marchés interbancaires\* et assouplir les conditions de crédit, mais elles n'ont pas pour autant fait redémarrer la machine économique. Un grand classique chaque fois que l'on se trouve confronté à une conjoncture où les emprunteurs veulent à tout prix se désendetter. Or, c'est bien ce que montraient les enquêtes réalisées par les banques centrales à la fin de 2008 et au début de 2009. « On ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif » dit le proverbe populaire. On pourrait ajouter que les banquiers ne se sont pas toujours pressés de rouvrir en grand le robinet du crédit. La baisse des taux d'intérêt et les injections de liquidités\* ont donc en définitive surtout favorisé la restauration des marges bancaires ainsi que l'accumulation de réserves de liquidités dans leurs bilans. C'est ainsi qu'en zone euro, par exemple, la marge sur les crédits immobiliers à dix ans est passée de quelque 0,60 % en moyenne à la mi-2008 à 1,25 % au deuxième trimestre 2009, tandis que les réserves des banques de la zone auprès de la BCE atteignaient 220 milliards d'euros. Un record.

Lorsque les banques accumulent les réserves, tandis que les investisseurs institutionnels comme les ménages privilégient soit les actifs sans risque, soit les liquidités, l'économie n'est pas loin de tomber dans le piège de la « trappe à liquidité\* ». Formule sibylline pour exprimer le fait que, si les taux d'intérêt sont très bas, *a fortiori* si le taux nominal\* flirte avec le zéro, les agents économiques sont incités à préférer détenir de la monnaie plutôt que des titres, puisque, dans une telle situation, ils anticipent que les taux d'intérêt ne peuvent qu'augmenter (et donc que le prix des obligations ne peut que baisser, en raison de la relation inverse qui unit ces derniers aux taux d'intérêt : lorsque le taux d'intérêt monte, le prix d'une obligation baisse et inversement). Dès lors, il y a de fortes chances pour que toute injection de monnaie supplémentaire soit thésaurisée, que l'excès d'épargne ne soit pas résorbé et que l'économie s'enlise dans la récession. Les perfusions de liquidités, qui ont permis dans un

premier temps de rétablir le fonctionnement normal du marché interbancaire\*, finissent par avoir pour seul effet d'accroître inutilement la liquidité bancaire, tout en laissant entière la question du coût élevé du financement à long terme des banques, donc de celui des crédits à moyen et long termes pour l'ensemble des agents économiques. Cette situation de « préférence pour la liquidité » est de nature à bloquer le redémarrage du crédit ou des achats d'actifs risqués. Qu'est-ce qu'une déflation\* en définitive, sinon une forte préférence collective pour la liquidité ?

Ceci explique pourquoi, à partir du coup de tabac de l'automne 2008, toute l'attention des banquiers centraux s'est concentrée sur la question du refinancement à long terme des banques et du financement à long terme en général. Dans une situation de fort recul de l'activité (voir figure 1.7), il peut paraître judicieux d'associer une politique budgétaire très expansionniste et une politique de



contrôle des taux d'intérêt à long terme\* par la banque centrale, afin de stimuler la relance en évitant que le laxisme budgétaire ne débouche sur une envolée des taux d'intérêt à long terme\*. L'aplatissement\* de la courbe des taux\* apparaît en effet à ce moment-là comme un moyen de rendre la politique monétaire plus accommodante\*, dès lors que les outils traditionnels ont déjà été utilisés. Cet objectif est tout à fait explicite aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, trois pays dont les banques centrales achètent désormais des titres publics à long terme. Il est moins clair dans la zone euro, même si l'engagement de la BCE de renouveler des *repos\** portant (entre autres) sur des obligations à long terme a aussi pour effet de mieux maîtriser les taux d'intérêt à long terme\*. Que peut faire en effet une banque centrale lorsque les taux d'intérêt ont été ramenés à un niveau proche de zéro (le « *zero bound* » en langage d'experts) et qu'en définitive, les mesures classiques susceptibles de fluidifier le canal du crédit touchent leurs limites ?

## **Les banques centrales endossent leur costume d'« acheteuses en dernier ressort »**

La première option consiste à passer d'un objectif de taux d'intérêt à un objectif de base monétaire\* (*quantitative easing\**), autrement dit à augmenter la base monétaire\* en laissant grossir le bilan des banques centrales. Les Japonais, qui ont à peu près tout essayé en matière de politique monétaire au cours de la décennie 1990, y avaient eu recours massivement. Les banques centrales occidentales ont fait de même au cours de cette crise : elles n'ont cessé d'élargir leurs champs d'action avec des achats (Réserve fédérale, Banque d'Angleterre) ou des prises en pension\* d'actifs de toutes sortes (BCE), qu'ils soient publics et bientôt privés, endossant cette fois leur costume d'« acheteuses en dernier ressort\* ». Elles ont accéléré le mouvement à partir de l'automne 2008 et de l'électrochoc de la faillite de Lehman Brothers, afin d'accroître fortement la liquidité des banques pour éviter que celles-ci puissent être exposées au

risque de cessation de paiements, tout en les incitant à accroître l'offre de crédit.

Cette politique plus ou moins ciblée d'achats d'actifs de toutes sortes prend des couleurs nuancées en fonction des choix privilégiés par les autorités monétaires. Elle est qualifiée de « conventionnelle\* » (achats aux banques) et de « non conventionnelle » (achats directs sur le marché). Elle peut opérer dans ce que l'on appelle le « canal du crédit » si ces achats, qu'ils soient conventionnels ou non, portent sur des instruments de refinancement des banques, ou injecter directement des liquidités dans les bilans des non-banques (entreprises ou fonds d'investissement, par exemple) pour faciliter leur financement. Dans ce dernier cas, la politique monétaire délaisse alors son canal de transmission traditionnel (le système bancaire) pour intervenir directement sur le financement des entreprises ou des fonds d'investissement. Un cocktail qui se concocte notamment en fonction de la nature du financement de l'économie.

Les économies américaine et britannique sont plutôt ce que nous appellerons des « économies de marchés financiers », quand l'économie européenne (zone euro) est plutôt une « économie bancaire » : les entreprises anglo-saxonnes se financent en effet davantage sur les marchés financiers, où la taille des marchés d'actifs privés est sensiblement plus importante, tandis que les firmes européennes restent largement tributaires du canal du crédit pour leur financement. De même, aux États-Unis comme au Royaume-Uni, le comportement des agents économiques dépend davantage du prix des actifs\* (autrement dit de l'effet richesse\*) qu'en zone euro. Enfin, la titrisation\* occupe une place beaucoup plus importante dans le refinancement des banques américaines qu'européennes. Dans une économie de marchés financiers, il est donc souhaitable que la politique monétaire agisse surtout sur le prix des actifs\* et assure la liquidité des marchés financiers, afin que les entreprises puissent se financer librement. Dans une économie de crédit bancaire, elle doit surtout

veiller au coût de la ressource des banques, donc au coût du crédit, afin d'en influencer la demande.

C'est donc tout à fait logiquement que les autorités monétaires américaines et, dans une moindre mesure, britanniques ont mis en place en 2009 un programme d'achat massif d'actifs, tandis que la BCE exprimait à plusieurs reprises sa réticence à procéder à de tels achats et se contentait d'acquiescer sans précipitation 60 milliards d'euros de *covered bonds*\*, ce qui explique le grand écart de croissance des bases monétaires\* aux États-Unis et en zone euro. Le bilan de la banque centrale américaine est désormais rempli à la fois des actifs achetés aux banques par les procédures traditionnelles (*treasuries*) et des actifs achetés aux entreprises et aux fonds d'investissement (*asset-backed commercial papers*\*, *commercial papers*\*). C'est ainsi, par exemple, que son encours de *commercial papers* est passé de 40 milliards de dollars à fin mai 2008 à 316 milliards à fin janvier 2009 (voir encadré).

### LES ACHATS D'ACTIFS PAR LES BANQUES CENTRALES

**Réserve fédérale :**

- programme d'achat d'obligations des agences et des *residential mortgage-backed securities*\* (RMBS) ;
- achat de 1 250 milliards de dollars de RMBS d'agences ;
- achat de 200 milliards de dollars de titres d'agences ;
- achat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor ;
- programme de financement des *asset-backed securities*\* (ABS ; prêts étudiants, prêts auto, cartes de crédit) jusqu'à 1 000 milliards de dollars.

**Banque d'Angleterre :** extension du programme « *Asset Purchase Facility* » (APF ou, en français, facilités d'achat d'actifs), qui autorise la Banque d'Angleterre à acheter au maximum pour 150 milliards de livres sterling de titres, dont 50 milliards du secteur privé (*commercial papers*\*, obligations d'entreprises, etc.) ainsi que des *gilts* (obligations du Trésor britannique) émis sur le segment 5-25 ans.

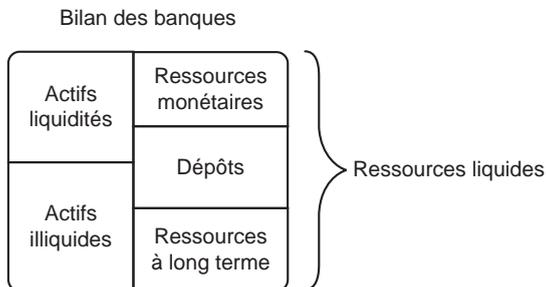
**Banque centrale européenne :** programme d'achat de *covered bonds*\* portant sur un montant de 60 milliards d'euros.

Dans tous les cas, les banques centrales ont récupéré à leur bilan des titres publics (émis pour financer les interventions de l'État en faveur des banques et des agents économiques non bancaires) et des actifs privés (qu'elles achètent soit aux banques, améliorant ainsi la structure des bilans bancaires, soit directement au secteur privé, se substituant alors aux banques pour financer l'économie). Dans la régulation contemporaine des économies par les crises financières, les banques centrales sont amenées à adopter un comportement de prêteuses\*, mais aussi d'acheteuses en dernier ressort\* (voir figure 1.8). Mais la différence d'approche sur ce que doit être une politique monétaire de combat de chaque côté de l'Atlantique s'explique bien par la nature du financement des économies : la Réserve fédérale veut avant tout rétablir la liquidité sur les marchés d'actifs et permettre le redémarrage de la titrisation\* ; la BCE affiche des objectifs plus modestes visant simplement à réduire le coût du financement des banques. Cette politique d'achat d'actifs par les banques centrales a eu des résultats visibles : réduction, au moins pour un temps, des taux d'intérêt sur les obligations d'État et sur les crédits immobiliers aux États-Unis, resserrement des *spreads*\* sur les *covered bonds*\* en zone euro.

### PRÊTEUR ET ACHETEUR EN DERNIER RESSORT...

Les banques sont structurellement menacées d'une crise de liquidité\*, puisqu'elles utilisent des ressources liquides (à court terme) pour financer des actifs illiquides (prêts à long terme, détention de capital...).

**Figure 1.8. Prêteur et acheteur en dernier ressort**



Pour éviter les crises de liquidité\* bancaire, diverses mesures ont été prises :

- **L'assurance des dépôts** : les déposants sont remboursés en cas de faillite, ce qui évite les paniques bancaires qu'on appelle les « runs » (les courses aux dépôts bancaires) ;
- **le rôle de la banque centrale comme prêteuse en dernier ressort\*** : en cas de besoin, la banque centrale prête aux banques en prenant en garantie des actifs illiquides que celles-ci ont en portefeuille ;
- la crise actuelle a fait aussi émerger un rôle nouveau pour les banques centrales, celui d'**acheteuses en dernier ressort\*** : en cas de crise, certains marchés d'actifs deviennent totalement illiquides et les prix de ces actifs anormalement faibles. On l'a vu notamment dans la crise récente pour les ABS\* ou les *pools* de crédits hypothécaires\*. En achetant ces actifs à des prix raisonnables, les banques centrales restaurent un marché efficace et protègent les banques de pertes anormales.

## Quand la politique de « *money rain* » inonde la planète de liquidités

À crise exceptionnelle, mesures exceptionnelles. Les banques centrales ont globalement mobilisé des moyens inédits par leur nature et par leur ampleur pour tenter de stopper la spirale infernale de la récession-déflation. En l'espace de quelques mois, de septembre 2008 à mars 2009, la Fed a ainsi gavé son bilan de papiers de toutes sortes pour un montant total qui est passé de 940 milliards de dollars environ début septembre 2008 à un pic de 2 300 milliards à la fin de 2008, avant de redescendre à un peu moins de 2 100 milliards de dollars à l'été 2009. En attendant mieux... Une politique qualifiée de *money rain* (littéralement « pluie de monnaie ») où la liquidité coule à flots. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont emprunté le même chemin. Cette stratégie était justifiée aux yeux des autorités monétaires par la violence et la profondeur de la crise financière. On a beaucoup comparé, parfois à tort, parfois à raison, la crise actuelle avec celle de 1929, mais il est incontestable qu'une des leçons tirées des années 1930, comme d'ailleurs de la déflation\*

japonaise des années 1990, par les autorités politiques et monétaires fut sur la nécessité d'agir massivement et rapidement, afin de ne pas laisser le système bancaire aller dans le mur et de soutenir autant que possible l'activité pour éviter que la crise ne dégénère en déflation\*.

Il n'y a pas techniquement de limite à l'augmentation du bilan d'une banque centrale. En revanche, il y a une limite en termes de crédibilité\* de la politique monétaire, car l'injection massive de liquidités\* peut finir par provoquer un mouvement de défiance à l'égard de la monnaie. Par ailleurs, la mise en place de telles politiques, qu'elles soient conventionnelles\* ou pas, provoque des effets pervers (voir chapitre 2). Mais avant d'approfondir la question des risques et autres distorsions associés aux politiques monétaires contemporaines, il faut commencer par poser une question toute simple : celles-ci sont-elles aussi efficaces qu'on pouvait l'espérer, autrement dit sont-elles vraiment capables de faire repartir l'économie mondiale ?

Jusqu'à preuve du contraire, l'efficacité des politiques monétaires très expansionnistes\* qui ont été mises en place depuis 2008 reste modeste, notamment dans les économies intermédiées\*. C'est une demi-surprise dans la mesure où la politique monétaire a la réputation d'être plus efficace sur les économies liées au crédit bancaire (par le canal du crédit) que sur les économies surtout financées par l'intermédiaire des marchés financiers (nécessairement une politique non conventionnelle\* jouant sur le prix des actifs\*). Or, dans cette crise, on a observé que le recul de l'activité était plus net en zone euro qu'au Royaume-Uni et *a fortiori* qu'aux États-Unis et que la politique monétaire n'y était pas plus efficace. On peut risquer l'hypothèse que ceci est dû à la nature particulière de la crise actuelle : une crise bancaire assortie d'une volonté de désendettement des agents économiques. Si les agents économiques privés sont obsédés par le désendettement, il est impossible de faire repartir la demande de crédit, même si les taux d'intérêt sont très faibles, si la

situation des banques revient à la normale et si la liquidité croît très rapidement. Le « canal du crédit » est impuissant à faire redémarrer l'activité. La liquidité est simplement stockée par les banques (le montant des réserves des banques commerciales américaines est ainsi passé de moins de 100 milliards de dollars à la veille de l'été 2008 à quelque 800 milliards de dollars un an plus tard), avec le risque qu'elle soit utilisée à d'autres usages que la distribution du crédit. Les politiques monétaires très expansionnistes\* ne sont donc pas forcément très efficaces. Elles ne sont pas non plus sans risque.

La création de liquidité est repartie de plus belle à partir de mai 2009, puisqu'après une phase d'arrêt de l'accumulation des réserves de change\* entre l'été 2008 et le printemps 2009, du fait d'une forte aversion des investisseurs pour le risque qui les a conduits à rapatrier leurs capitaux depuis les pays émergents, la croissance de la liquidité a repris son cours, dopée par la présence simultanée d'une reprise de la croissance dans certains pays émergents et du maintien d'une croissance déprimée dans les pays de l'OCDE. Si cette situation persiste, ce qui est probable, on devrait observer une nouvelle fois simultanément une accumulation des réserves de change\* par des pays émergents soucieux de limiter l'appréciation de leur devise (même s'il ne faut pas exclure que, transitoirement, les investisseurs montrent à nouveau de l'aversion pour le risque émergent) et le maintien de politiques monétaires expansionnistes\* dans les pays développés. Le rythme de croissance de la liquidité n'est donc pas près de ralentir.

Dès le printemps 2009, au moment où le bilan des banques centrales prenait de l'embonpoint sans limites apparentes, le débat a commencé à enfler sur les risques associés aux politiques monétaires (et budgétaires) débridées. Les autorités monétaires ont rapidement été accusées d'irresponsabilité et bientôt sommées de chercher (et de trouver) au plus vite la « sortie » (*exit strategy*\*). Sauf à prendre le risque d'une nouvelle catastrophe pire encore peut-être que les

précédentes... Et dans l'esprit de nombreux observateurs et experts, celle-ci ne pourrait prendre que la forme d'un dérapage aussi rapide qu'incontrôlable dans l'inflation, voire dans l'hyperinflation. Lorsque la création monétaire est très rapide, le réflexe consiste en effet à craindre le retour de l'inflation des prix des biens et services – surtout si elle est associée à l'explosion des déficits publics en raison de politiques budgétaires elles aussi très expansionnistes, comme c'est le cas aujourd'hui. Il nous paraît toutefois impossible que l'inflation fondamentale (sous-jacente\*) revienne rapidement dans les grands pays de l'OCDE. Dans un deuxième chapitre, nous allons essayer d'expliquer pourquoi. Nous essaierons aussi d'identifier les risques associés à l'« hyperliquidité », car l'inflation n'est pas le seul risque auquel nous exposent les politiques monétaires contemporaines, loin s'en faut.