

## Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise

**Olivier Loisel**

**Jean-Stéphane Mésonnier**

*Direction des Études monétaires et financières*

*Service de Politique monétaire*

*« L'une des conclusions de mon étude de la Grande Dépression est que l'on a tendance à considérer que l'orthodoxie est une stratégie sûre. Mais la stratégie doit dépendre de la situation. En période de crise, l'orthodoxie peut s'avérer être une très mauvaise stratégie »*

*Ben Bernanke <sup>1</sup>*

L'objectif principal de la politique monétaire est le maintien de la stabilité des prix. Pour atteindre cet objectif, la banque centrale fixe la valeur de son taux d'intérêt directeur qui est le taux auquel elle prête la monnaie qu'elle émet aux banques commerciales à horizon de quelques jours. En temps normal, sa décision de taux directeur se transmet à l'économie par l'intermédiaire de plusieurs canaux. Classiquement, le premier canal de transmission de la politique monétaire est le canal des taux d'intérêt : le taux directeur courant et sa trajectoire future anticipée déterminent en bonne partie le taux d'intérêt nominal à court, moyen ou long terme. En outre, les anticipations d'inflation étant relativement rigides à court terme, les mouvements du taux directeur influencent aussi le niveau des taux d'intérêt réels à plus ou moins long terme, qui sont les taux pertinents pour la détermination de la demande agrégée. À ce premier canal de transmission s'ajoute notamment un deuxième canal, le canal du crédit, qui met en jeu le rôle des banques et le fonctionnement concret du marché du crédit bancaire. D'importance empirique variable selon les économies et leurs structures financières, 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 offrir. 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 la demande agrégée de biens et services et in fine, après un certain délai, le niveau de l'inflation.

La crise qui secoue aujourd'hui l'économie mondiale, partie mi-2007 du marché des titres adossés aux crédits hypothécaires américains "subprimes", perturbe, à des degrés variables selon les pays, ce fonctionnement standard des canaux de transmission, obligeant les banques centrales à adapter leur façon de conduire la politique monétaire. Premièrement, cette crise a fortement détérioré le bilan des banques commerciales. Ceci a entraîné un processus de désendettement massif (ou "de-leveraging"), qui a pu conduire les banques à rationner leur offre de crédit alors même que les banques centrales cherchaient à assouplir leur politique monétaire. Deuxièmement, les taux en vigueur sur les marchés interbancaires — comme sur les marchés de titres privés — incorporent aujourd'hui des primes de risque élevées qui contrarient les effets des baisses de taux directeurs. Enfin, la dégradation rapide de la conjoncture économique a requis des baisses de taux directeurs d'une telle ampleur que, dans de nombreux pays, le taux directeur de la banque centrale a déjà atteint, ou est proche du niveau plancher de 0 %, en-dessous duquel il ne peut être abaissé.

NB Les opinions exprimées dans cet article sont celles de leurs auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position de la Banque de France.

<sup>1</sup> Cité par le Financial Times, 5 janvier 2009.

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

*Face à une menace de déflation, la banque centrale n'est pour autant pas démunie, même si son taux directeur a déjà été abaissé à un niveau proche du plancher à zéro. De nombreux travaux de recherche récents, théoriques et empiriques, suscités notamment par les débats de politique économique autour de la « décennie perdue » japonaise<sup>2</sup>, montrent que les banques centrales peuvent mettre en œuvre un éventail de mesures dites non conventionnelles de politique monétaire pour conjurer la menace de la trappe à liquidité. La conclusion générale de ces travaux est que ces mesures peuvent être efficaces, au moins sous certaines conditions. Plusieurs de ces outils ont d'ailleurs été mobilisés au cours des dix dernières années, notamment au Japon au début de la décennie et, depuis 2007, aux États-Unis.*

*La réponse des banques centrales à la crise actuelle s'est parfois traduite par des innovations remarquées du cadre opérationnel de la politique monétaire<sup>3</sup>. Toutefois, la typologie établie il y a quelques années par Bernanke et al. (2004) conserve toute sa validité. Selon ces auteurs, les mesures non conventionnelles de politique monétaire peuvent en effet se classer en trois catégories :*

- les mesures visant à orienter les anticipations des agents privés relatives à la trajectoire future des taux directeurs,
- les mesures visant à augmenter la taille du passif de la banque centrale, donc la base monétaire,
- enfin, les mesures visant à modifier la composition des actifs de la banque centrale.

*Cet article examine en détail ces trois types de mesures non conventionnelles de politique monétaire et propose en conclusion trois scénarios de politique monétaire correspondant à différentes combinaisons de mesures conventionnelles et non conventionnelles pour répondre à la crise actuelle.*

## ◆ Orientation des anticipations de taux futurs

L'orientation de la politique monétaire ne se résume pas au niveau courant du taux d'intérêt à très court terme. Dans un cadre théorique moderne où les anticipations des agents privés jouent un rôle important dans la détermination de l'équilibre macroéconomique, la politique monétaire agit sur la demande principalement par sa capacité à ancrer les anticipations de taux d'intérêt futur des agents sur une trajectoire compatible avec l'objectif de stabilité des prix. Par conséquent, le fait de venir buter contre le plancher de 0 % pour le taux directeur ou de s'en rapprocher n'empêche pas la banque centrale d'agir sur les anticipations de taux directeurs futurs, afin de les aligner elles aussi sur un niveau très proche de zéro. La façon la plus directe de procéder pour la banque centrale consiste à s'engager, explicitement ou implicitement, à maintenir les taux directeurs à un bas niveau pendant un certain temps.

Ce premier type de mesure non conventionnelle entraîne une baisse des taux d'intérêt réels *ex ante* à moyen et long termes par deux effets complémentaires. Premièrement, il diminue les taux d'intérêt nominaux

2 Voir notamment Krugman (1998), Orphanides (2004). Sur la politique monétaire japonaise et les similitudes avec la Grande Dépression américaine, voir par exemple Ahearne et al. (2002), Okina (1999), Orphanides et Wieland (2000), Reifschneider et Williams (2000), Svensson (2001).  
3 Pour des présentations des mesures mises en œuvre par le Système fédéral de réserve depuis mi-2007, voir Cecchetti (2008a, 2008b) et Thornton (2009). Pour un panorama couvrant d'autres banques centrales, voir par exemple Fender et Gyntelberg (2008) et Bentoglio et Guidoni (2009).

à moyen et long termes, en vertu de la théorie de la structure par terme de la courbe des taux. Deuxièmement, il augmente l'inflation anticipée sur les moyen et long termes. À son tour, cette baisse des taux d'intérêt réels *ex ante* à moyen et long termes a pour effet de stimuler la demande agrégée. La banque centrale est ainsi en mesure de contrer les risques à la baisse pesant sur la stabilité des prix à moyen terme.

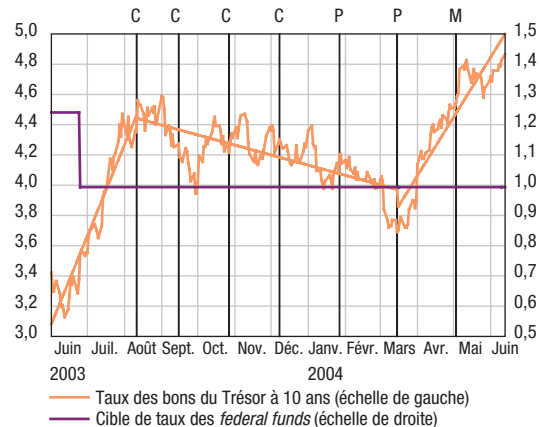
Cet engagement à maintenir les taux directeurs à un bas niveau pendant un certain temps est en général explicite, c'est-à-dire qu'il fait l'objet d'une déclaration publique de la banque centrale. C'est notamment le cas de la mesure adoptée par le Système fédéral de réserve d'août à décembre 2003 (cf. Bernanke, 2004), alors que son taux directeur avait été abaissé à 1 %, dans le but de réduire un risque de déflation perçu alors comme non nul pour l'économie américaine. En effet, durant cette période, une série d'annonces du Système fédéral de réserve sur le maintien du taux des fonds fédéraux à ce bas niveau « pour une durée considérable » a apparemment permis d'interrompre et même de renverser en partie la hausse de plus de 100 points de base du taux d'intérêt nominal de long terme observée de fin juin à début août 2003, qui venait contrecarrer les efforts déployés pour éviter la déflation (cf. graphique 1).

Le Système fédéral de réserve a récemment adopté à nouveau ce type de mesure en annonçant, dans son communiqué du 16 décembre 2008, que le *Federal Open Market Committee* (FOMC) « anticipe que les conditions économiques détériorées justifient probablement des niveaux exceptionnellement bas du taux des fonds fédéraux pour un certain temps ». La Banque du Japon avait également adopté une mesure de ce type en 1999-2000 (cf. Fukui, 2003).

Ces engagements explicites sont tous formulés de manière conditionnelle, c'est-à-dire qu'ils portent sur un maintien des taux à un bas niveau jusqu'à ce que l'inflation ou l'activité économique satisfasse certaines conditions prédéterminées, plutôt que sur un maintien des taux pour une certaine durée donnée de manière inconditionnelle. Cette conditionnalité, commentée et justifiée par Bernanke (2004), permet en effet à la banque centrale de réagir en temps voulu et de manière adéquate à des développements non anticipés concernant l'inflation ou l'activité économique <sup>4</sup>.

L'étude empirique menée par Bernanke, Reinhart et Sack (2004) conclut que les engagements explicites à maintenir les taux directeurs à un bas niveau peuvent avoir l'effet escompté, même si cet effet est incertain. L'avis mitigé qu'ils portent sur l'expérience japonaise de 1999-2000 de « politique de taux zéro » (*Zero Interest Rate Policy* – ZIRP) doit toutefois être nuancé : cette politique ayant été remise en cause assez rapidement,

**Graphique 1**  
**Un exemple de manipulation explicite des anticipations de taux futurs par le Système fédéral de réserve**



C : « le Comité considère que la politique accommodante peut être maintenue pour une période considérable ».  
P : « le Comité considère qu'il peut être patient quant au resserrement de sa politique accommodante ».  
M : « le Comité considère qu'il peut resserrer sa politique accommodante à un rythme qui sera vraisemblablement modéré ».

<sup>4</sup> Les minutes de la réunion du FOMC des 15 et 16 décembre 2008 attestent d'ailleurs de l'attachement des membres du FOMC à ce principe de conditionnalité : « les participants ont jugé que la communication du fait que le Comité anticipait que les taux d'intérêt de court terme resteraient probablement à des niveaux exceptionnellement bas pendant un certain temps pourrait être utile parce qu'elle pourrait conduire à un niveau des taux d'intérêt de plus long terme cohérent avec la politique monétaire future que le Comité considérerait comme la plus probable. Les participants ont insisté sur l'importance de rendre la communication sur la politique monétaire future explicitement conditionnelle à l'évolution des perspectives économiques ».

on peut douter qu'elle ait été mise en œuvre de façon suffisamment convaincante pour les agents privés<sup>5</sup>. Selon certains économistes, l'engagement à maintenir les taux directeurs à un bas niveau pendant un certain temps pourrait également être implicite. La mesure consisterait alors à adopter temporairement une cible de trajectoire du niveau général des prix (cf. Eggertsson et Woodford, 2003). En effet, une cible de trajectoire du niveau général des prix exige de compenser la faible inflation actuelle par une inflation plus forte à l'avenir, ce qui requiert, en situation de forte récession, de maintenir les taux directeurs à un bas niveau pendant un certain temps<sup>6</sup>.

L'adoption explicite d'une cible de trajectoire du niveau général des prix, ou de manière équivalente d'un objectif d'inflation *moyenne* sur une période de quatre à cinq ans (soit une période plus longue que le moyen terme correspondant à l'horizon habituel de stabilité des prix de la banque centrale), peut aussi être vue comme un moyen de rendre crédible un « engagement inflationniste » de la banque centrale, en apparence contraire à son objectif habituel<sup>7</sup>. En effet, face à un risque de déflation jugé important, la banque centrale peut souhaiter s'engager à conduire une politique monétaire expansionniste durant un temps plus long qu'il n'apparaîtra souhaitable après coup (*ex post*), de façon à obtenir une plus forte baisse initiale (*ex ante*) du taux d'intérêt réel de long terme<sup>8</sup>. Ceci implique que la banque centrale sera incitée, une fois le risque de déflation écarté, à rompre son engagement et relever ses taux plus tôt que promis. Sous l'hypothèse de rationalité des agents privés, cette incitation peut être préjudiciable à la crédibilité, et par conséquent à l'efficacité, de l'engagement initial. La banque centrale doit donc en ce cas indiquer clairement, dans sa communication au public, qu'elle reconnaît ce problème et ne cèdera pas à cette incitation : l'adoption d'une stratégie de ciblage du niveau des prix serait alors un outil pour résoudre ce problème de crédibilité. Toutefois, il convient de rappeler pour conclure sur ce point qu'aucune banque centrale n'a suivi de stratégie de ciblage du niveau général des prix dans l'histoire récente. Il reste donc difficile d'apprécier dans quelle mesure ces propositions théoriques pourraient être efficaces en pratique et quel coût macroéconomique leur serait associé<sup>9</sup>.

## ◆ L'extension volontariste du passif de la banque centrale : l'assouplissement quantitatif

Une autre option consiste à abandonner explicitement la politique de taux d'intérêt et annoncer une cible quantitative en termes de niveau souhaité des réserves excédentaires des banques commerciales<sup>10</sup>.

- 5 La Banque du Japon a annoncé la mise en œuvre de la ZIRP en février 1999, s'engageant à maintenir les taux courts « aussi bas que possible » pour une durée indéterminée. Craignant le retour de l'inflation, la Banque a toutefois porté son taux directeur à 0,25 % en août 2000, invalidant en partie l'engagement antérieur. Sur cet épisode, cf. Orphanides (2004).
- 6 Une autre option, défendue par Lars Svensson (2001) pour sortir le Japon de la déflation, combine l'adoption d'une cible de niveau des prix à une dévaluation. La stratégie de Svensson se décline en trois temps : l'annonce d'une cible de niveau de prix suffisamment supérieure au niveau courant ; une forte dévaluation du taux de change et l'annonce d'une cible de taux de change (peg) cohérente avec l'atteinte à terme de la cible de niveau de prix ; enfin, lorsque le niveau des prix a atteint sa cible, le passage à une stratégie standard de ciblage d'inflation concomitamment au retour au change flottant. Quelle qu'ait été sa pertinence pour le cas japonais au début de la décennie, une stratégie reposant sur la dévaluation pays par pays est toutefois manifestement inappropriée à la situation actuelle de récession globale.
- 7 Dans les termes de Krugman (1998), la banque centrale doit, pour relancer durablement les anticipations d'inflation et sortir de la trappe à liquidité, « s'engager à être irresponsable ». Sur l'adoption d'une cible d'inflation moyenne sur une période longue (par exemple cinq ans), voir par exemple Nessen et Vestin (2005).
- 8 Il s'agit donc d'une politique « temporellement incohérente » au sens de Kydland et Prescott (1977). Le coût *ex post* d'une telle politique monétaire ne s'exprime pas seulement en termes de taux d'inflation temporairement supérieur à sa cible. En effet, cette politique monétaire trop longtemps expansionniste *ex post* peut également favoriser la formation d'une bulle de prix d'actifs, comme en témoigne l'opinion répandue selon laquelle la bulle des prix immobiliers récente s'est nourrie d'une politique monétaire américaine restée trop longtemps expansionniste en 2003-2004 à cause de l'engagement du Système fédéral de réserve à garder ses taux directeurs à un bas niveau pour une « période considérable ».
- 9 La Banque de Suède a conduit, de 1931 à 1937, l'une des rares expériences historiques connues de ciblage du niveau général des prix. Sur cet épisode, voir Berg et Jonung (1999).
- 10 On entend par réserves excédentaires la part des dépôts des banques commerciales sur les comptes de la banque centrale qui n'est pas motivée par l'obligation de constitution de réserves.

Cette mesure a été expérimentée au Japon à partir de mars 2001, initialement pour rendre crédible l'engagement de la Banque du Japon à renouer avec la politique de taux zéro. Fixée dans un premier temps à 5 000 milliards de yen, la cible quantitative a été relevée rapidement à plusieurs reprises, atteignant 30 000 milliards de yen dès le mois de mai 2003. La mesure peut être mise en œuvre concrètement par des achats de titres de diverses maturités et d'émetteurs publics ou privés, quoiqu'en pratique la Banque du Japon ait surtout acheté des titres publics, d'abord des titres courts puis une proportion croissante d'obligations. Mais l'objectif premier de ces opérations d'*open market* n'est pas d'agir sur le prix relatif des actifs acquis par la banque centrale : il est de saturer la demande de monnaie centrale du système bancaire, au-delà de la quantité requise pour maintenir le taux d'intérêt de très court terme au niveau zéro.

L'efficacité d'une politique d'assouplissement quantitatif est disputée sur le plan théorique depuis les premières formulations de la notion de trappe à liquidité par Keynes (1936) et Hicks (1937). L'idée initiale de la trappe à liquidité est en effet que si les taux d'intérêt sont suffisamment bas (et notamment lorsque le taux nominal est à zéro), les agents préfèrent détenir de la monnaie plutôt que des titres : dans une telle situation en effet, les agents anticipent que les taux d'intérêt ne peuvent qu'augmenter (et le prix des titres que baisser en raison de la relation inverse qui unit ces derniers aux taux d'intérêt). Dès lors, toute injection supplémentaire de monnaie est thésaurisée par les agents. Si les agents conservent la monnaie dans leur portefeuille au lieu d'acheter les obligations émises par les entreprises, l'excès d'épargne par rapport à l'investissement réalisé n'est pas résorbé et l'économie ne peut sortir de la récession. Depuis Hicks (1937), cette analyse a été réactualisée tout en s'émancipant des hypothèses *ad hoc* du modèle initial (cf. par exemple Krugman, 1998, 2000)<sup>11</sup>. Dans un cadre théorique moderne d'équilibre général, Eggertson et Woodford (2003) ont montré par exemple qu'une politique d'assouplissement quantitatif n'a aucun effet si l'économie est dépourvue de frictions financières et si la politique monétaire n'a pas d'impact sur la contrainte budgétaire inter-temporelle du gouvernement.

Dans leur défense des politiques d'assouplissement quantitatif, les auteurs du courant monétariste tablent pour leur part sur le lien entre quantité de la monnaie et niveau des prix qu'implique la théorie quantitative de la monnaie à long terme, mais en général sans préciser le canal de transmission de la base monétaire à l'agrégat large de monnaie<sup>12</sup>. Or la question se pose de savoir si l'assouplissement quantitatif peut fonctionner lorsque les banques sont confrontées à une accumulation de créances douteuses dans leurs bilans, comme ce fut le cas au Japon, ou à une incertitude fondamentale sur la valeur d'une part importante des actifs qu'elles détiennent, comme aujourd'hui aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Europe continentale. En outre, comme le relèvent Bernanke *et al.* (2004), ce raisonnement monétariste s'appuie sur une forme réduite (l'équation de Fisher), qui n'a pas de raison d'être stable si l'économie et la politique monétaire changent de régime de fonctionnement, conformément à la critique de Lucas.

Toutefois, à la différence du modèle d'Eggertson et Woodford, le monde réel n'est guère dépourvu de frictions financières, encore moins dans une situation de crise financière. En outre, s'il y a bien consensus parmi les économistes pour reconnaître un lien de long terme entre monnaie et inflation, il serait curieux qu'un accroissement *durable*, sinon définitif, de la base monétaire ne se traduise pas *in fine* par une augmentation du niveau des prix.

11 L'analyse de Hicks formalise l'idée de Keynes dans le cadre du modèle standard IS-LM. Ce modèle, encore utilisé à des fins pédagogiques, est une forme réduite sans explicitation du comportement microéconomique des agents. Les prix y sont supposés rigides à court terme, ce qui implique que le taux nominal et le taux réel ne peuvent être distingués.

12 Pour l'approche monétariste de la politique monétaire pendant la Grande Dépression, voir l'ouvrage classique de Friedman et Schwartz (1963). Pour une analyse monétariste de la politique japonaise, voir Meltzer (2001) et Hetzel (2003).

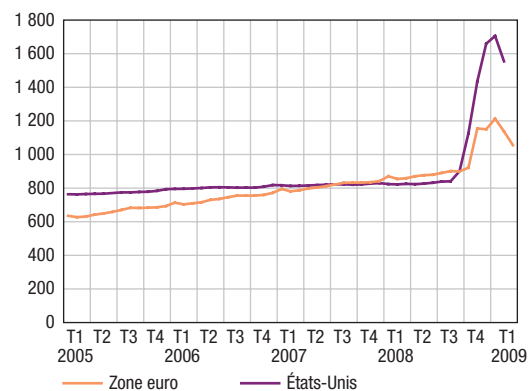
On considère donc en général que, s'il fonctionne, l'effet de l'assouplissement quantitatif passe en théorie par au moins deux canaux<sup>13</sup>. Le premier canal repose sur l'hypothèse que la monnaie et les titres sont des substituts imparfaits, même lorsque le taux d'intérêt est proche de 0 %<sup>14</sup>. Dans le contexte actuel, la dislocation totale ou partielle de nombreux marchés ou leur segmentation rend cette hypothèse très vraisemblable. En saturant de monnaie les portefeuilles des agents, la banque centrale peut donc en principe les inciter à acheter des titres, cette demande excédentaire pour les actifs autres que la monnaie entraînant une baisse de leur taux de rendement favorable à la reprise de l'activité. Selon King (2001) toutefois, les rares études empiriques sur l'existence d'un niveau de satiété de la demande de monnaie ne sont pas conclusives dans la mesure où elles obtiennent des résultats incertains et contradictoires. Le deuxième canal passe par un effet de signal (Bernanke *et al.*, 2004). La politique d'assouplissement quantitatif est alors un outil pour aider la banque centrale à rendre crédible son engagement à maintenir le taux directeur à zéro « suffisamment longtemps ». En effet, si tel n'était pas le cas alors qu'elle a par exemple chargé son bilan d'obligations d'État à moyen ou long terme, elle s'exposerait alors à un risque important de perte en capital.

Sur le plan empirique, l'efficacité de la seule expérience récente connue d'assouplissement quantitatif, celle du Japon de 2001 à 2006, fait également débat. L'étude empirique menée par Bernanke *et al.* (2004) conclut prudemment que les mesures d'assouplissement quantitatif au Japon pourraient avoir été faiblement efficaces, dans la mesure où elles semblent avoir eu un léger effet à la baisse sur les taux longs<sup>15</sup>.

Pour conclure sur ce point, il importe de noter que les injections massives de liquidité sur le marché monétaire par les banques centrales depuis le début de la crise n'ont pas relevé d'une politique d'assouplissement quantitatif, tout au moins jusqu'au mois de septembre 2008 et l'entrée dans la deuxième phase de la crise. Comme le montre le graphique 2, les liquidités excédentaires comme la base monétaire sont restées à un niveau comparable à leur niveau antérieur en zone euro comme aux États-Unis tout au long de la première année de crise. Ceci indique notamment que le Système fédéral de réserve a alors stérilisé par des opérations d'*open market* les injections ciblées de liquidité auxquelles il procédait *via* ses nouvelles procédures opérationnelles (comme la *Term Auction Facility* et la *Term Securities Lending Facility*) auprès de certaines catégories d'intermédiaires financiers (notamment les *primary dealers*)<sup>16</sup>. Ces injections de liquidité ont donc bien relevé du prêteur en dernier ressort et non de la politique monétaire, selon le principe de séparation entre gestion de la liquidité et politique monétaire mis en avant sur la même période par la Banque centrale européenne (BCE)<sup>17</sup>.

**Graphique 2**  
**Forte croissance de la base monétaire à l'automne 2008**

(milliards USD/EUR)



Sources : Système fédéral de réserve, BCE

Les mesures mises en œuvre par les banques centrales après la faillite de Lehman Brothers mi-septembre 2008 pour faire face à l'intensification des tensions sur le marché monétaire et l'ensemble des marchés de titres

13 Un troisième canal, le canal budgétaire, peut également intervenir lorsque la banque centrale achète des obligations d'État en contrepartie de la liquidité qu'elle injecte. Ce canal s'appuie sur la théorie budgétaire du niveau des prix, qui stipule que, en cas de relance budgétaire importante, la contrainte budgétaire intertemporelle du gouvernement ne peut être respectée que si le niveau des prix augmente pour éroder le poids réel de la dette publique.

14 Ce schéma s'inspire notamment de Tobin (1969).

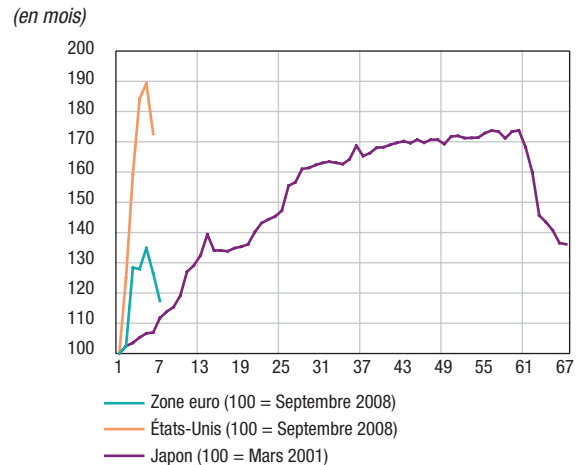
15 Voir aussi par exemple Shirakawa (2002) et Kimura et al. (2002).

16 Cf. Thornton (2009). Taylor et Williams (2008) montrent que la TAF a plutôt échoué à réduire l'écart BOR-OIS, signe que celui-ci traduisait davantage un risque de contrepartie sur le marché monétaire qu'un risque de liquidité.

17 Cf. Trichet (2008).

de dette ont par contre conduit à un accroissement très rapide de la taille de leur bilan, qui a doublé en quelques semaines dans le cas du Système fédéral de réserve et de la Banque d'Angleterre, et augmenté de plus de 30 % dans le même temps dans le cas de la BCE et de la Banque nationale suisse (Fender et Gyntelberg, 2008). Le gonflement de la base monétaire de part et d'autre de l'Atlantique en fin d'année 2008 a même été plus rapide que celui qu'avait connu le Japon après mars 2001 (cf. graphique 3). Toutefois, ce serait une erreur de voir dans les mesures prises une politique d'assouplissement quantitatif à la japonaise, les banques centrales concernées n'ayant pas cherché à saturer la demande de monnaie centrale émanant du système bancaire mais plutôt à suppléer un marché interbancaire en déroute, dans les cas européen<sup>18</sup> et américain<sup>19</sup>, prêter à certaines institutions en difficulté<sup>20</sup> et soutenir le marché des *commercial papers* dans le cas américain. L'augmentation sensible des réserves excédentaires et de la base monétaire fin 2008 a donc été la conséquence d'une politique de réponse à la demande de liquidité<sup>21</sup>. Ces mesures relèvent donc plutôt d'une troisième catégorie d'actions de politique monétaire, visant à modifier l'actif de la banque centrale et non plus son passif.

**Graphique 3**  
Évolution comparée des bases monétaires des États-Unis et de la zone euro fin 2008 et du Japon après 2001



Sources : Système fédéral de réserve, BCE, Banque du Japon

## ◆ Mesures visant à modifier la composition des actifs de la banque centrale : l'assouplissement du crédit

Le troisième type de mesures non conventionnelles envisageable consiste à acheter des titres dans le but d'agir sur les prix relatifs de ces titres, vis-à-vis de la monnaie ou entre eux, en altérant la composition des actifs de la banque centrale. Ces titres peuvent être publics ou privés. Ils peuvent être achetés auprès des banques, mais aussi auprès d'autres intermédiaires financiers ou non financiers.

En l'absence d'opérations simultanées de vente d'autres actifs (stérilisation), de tels achats conduisent habituellement à un gonflement du bilan de la banque centrale et de la base monétaire, tout comme l'assouplissement quantitatif. Cependant, la croissance du passif de la banque centrale, et notamment celle des réserves excédentaires des banques commerciales, n'est pas l'objectif directement visé : la banque centrale cherche avant tout à exercer une pression à la hausse sur le prix des titres qu'elle achète. Par exemple, comme le propose Bernanke (2002), la banque centrale peut annoncer publiquement un plafond cible de taux d'intérêt sur les obligations d'État à moyen terme, et s'engager à acheter autant d'obligations que nécessaire pour que le taux d'intérêt sur ces obligations passe effectivement au-dessous de

18 L'introduction d'une adjudication illimitée à taux fixe par la BCE mi-octobre 2008 s'est traduite par un gonflement des fonds placés par les banques sur la facilité permanente de dépôt de l'Eurosystème, dont le montant total est passé de 20 milliards d'euros le 7 octobre à 214 milliards d'euros le 11 novembre 2008.

19 Via notamment une forte montée en puissance des injections de liquidité à plus long terme (TAF) introduites par le Système fédéral de réserve dès décembre 2007.

20 Notamment l'assureur AIG.

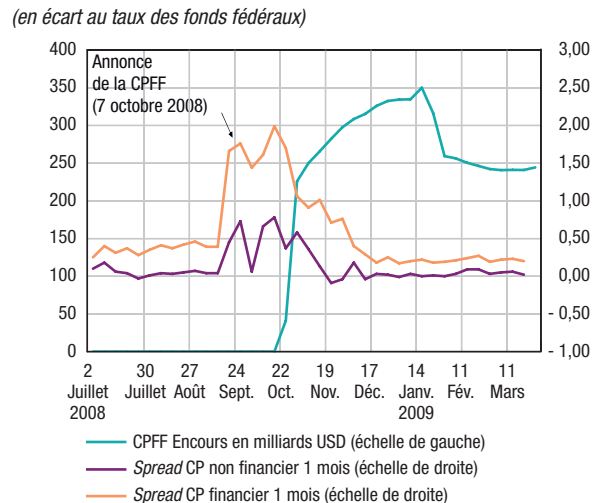
21 L'examen des minutes de la réunion du FOMC des 15 et 16 décembre 2008 révèle toutefois l'intention d'augmenter la taille du bilan du Système fédéral de réserve et évoque la possibilité de l'abandon de la référence à la cible de taux pour mettre l'accent sur une cible quantitative. Cette option n'a pour autant pas été retenue pour l'instant.

ce plafond cible. L'exemple japonais montre toutefois que les deux objectifs peuvent être poursuivis simultanément : tout en cherchant à réaliser son objectif de réserves bancaires, la Banque du Japon a en effet augmenté progressivement la maturité des titres gouvernementaux achetés, de façon à infléchir le niveau des taux d'intérêt sans risque à plus long terme.

Cette stratégie a été suivie par le Système fédéral de réserve depuis octobre 2008, avec un certain succès, qui contraste avec l'avis mitigé porté par Bernanke *et al.* (2004) sur son efficacité potentielle aux États-Unis. Les facilités mises en place en direction du marché du *commercial paper*<sup>22</sup> et du marché hypothécaire<sup>23</sup> ont en effet conduit à une réduction rapide et sensible des *spreads* sur les actifs concernés (cf. graphique 4).

Dans un discours remarqué de janvier 2009, le Président du Système fédéral de réserve, Ben Bernanke (2009), a qualifié les mesures déployées après septembre 2008 d'assouplissement du crédit ("*credit easing*"). Il a souligné que le choix de ces mesures non conventionnelles n'impliquait aucun désaccord théorique avec les choix de la Banque du Japon pendant la période d'assouplissement quantitatif ("*quantitative easing*"), mais traduisait plutôt la volonté de répondre de façon adaptée à l'augmentation exceptionnelle des *spreads* de crédit, et plus généralement au dysfonctionnement des marchés de titres de dette caractéristique de la crise actuelle. Dans ce contexte, les mesures d'assouplissement du crédit présentent l'avantage de réduire directement le coût de financement des ménages et des entreprises, sans solliciter un secteur bancaire réticent.

**Graphique 4**  
**Un effet visible de la CPFF sur le prix du papier commercial américain de bonne qualité**  
(en écart au taux des fonds fédéraux)



Source : Système fédéral de réserve

Malgré son succès, la mise en œuvre de ce type de mesures pose un certain nombre de questions.

Premièrement, comme le reconnaît Bernanke (2009), la communication de la banque centrale sur l'orientation de la politique monétaire est rendue plus difficile que dans le cas d'un assouplissement quantitatif parce que l'action d'assouplissement de crédit ne se résume pas aisément à un seul indicateur. L'élasticité des prix des actifs achetés aux prêts de la banque centrale variant *a priori* d'un segment de marché à l'autre, et probablement aussi au cours du temps, la somme des montants prêtés ne suffit pas à donner une idée précise de la contribution de la politique monétaire à l'amélioration des conditions financières.

Deuxièmement, la banque centrale se trouve exposée à un risque de crédit potentiellement important si elle accumule des titres privés. Cependant, ce risque de crédit peut être limité si la banque centrale n'a recours à une telle mesure que dans une situation où un dysfonctionnement temporaire de marché, en particulier une contrainte de liquidité, rend le prix de ces titres privés sous-évalué ; ce faisant, elle contribue par ailleurs à rétablir le bon fonctionnement du marché. *A contrario*, l'accumulation à l'actif de

22 Directement via l'achat de titres par la Commercial paper funding facility – CPFF, annoncée le 7 octobre 2008, et, indirectement, via le soutien aux fonds mutuels du marché monétaire (AMLF, annoncée le 19 septembre 2008 et MMTFF, annoncée le 21 octobre 2008).

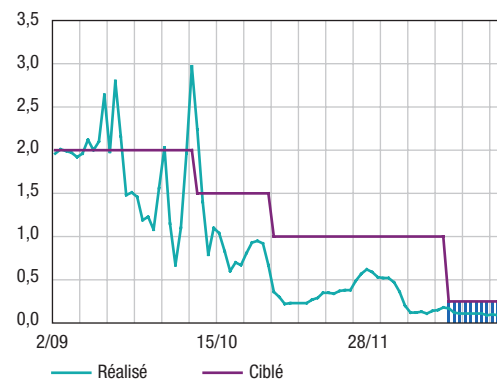
23 Annonce le 25 novembre 2008 d'une facilité de 200 milliards de dollars pour prêter contre titres hypothécaires et titres adossés à des prêts à la consommation ou aux PME (TALF) et d'un programme d'achat de titres issus par les Agences hypothécaires à hauteur de 500 milliards de dollars. Ces montants limites ont depuis été augmentés pour atteindre respectivement 1 000 milliards et 1 450 milliards de dollars.



la banque centrale de titres publics peut être perçue comme susceptible de compromettre l'indépendance de sa politique monétaire, même si, en situation de déflation, le financement monétaire du déficit ne pose pas les problèmes qu'il pose en situation normale <sup>24</sup>. En particulier, sa marge de manœuvre pour remonter rapidement son taux directeur au moment de la sortie de crise peut être réduite par le risque de perte en capital sur ses actifs obligataires.

Troisièmement, en l'absence d'opérations de stérilisation, l'expansion monétaire qui résulte d'une politique d'achats massifs de titres est à terme incompatible avec le maintien d'un objectif de taux d'intérêt autre que le niveau zéro. Le Système fédéral de réserve en a fait l'expérience au dernier trimestre 2008. La croissance rapide des réserves excédentaires des banques commerciales consécutive à la mise en œuvre de la politique de *credit easing*, alors que le taux cible des fonds fédéraux était initialement de 2 %, a entraîné une baisse rapide du taux réalisé à un niveau inférieur au taux cible jusqu'à fin décembre 2008 (cf. graphique 5). Comme en attestent les minutes de la réunion de décembre 2008, au cours de laquelle le FOMC a décidé de baisser son taux directeur à un niveau compris entre 0 % et 0,25 %, la poursuite d'une politique d'augmentation rapide de l'actif de la banque centrale impliquait l'abandon temporaire d'une politique de taux d'intérêt <sup>25</sup>.

**Graphique 5**  
**Taux cible des fonds fédéraux et taux effectif**  
(en %)



Enfin, quatrièmement, l'efficacité des mesures d'assouplissement du crédit dépend de la structure de financement de l'économie. Ces mesures ont en effet une portée d'autant plus grande que le financement par émission de titres représente une part importante du financement de l'économie. Elles seront donc *a priori* plus efficaces aux États-Unis qu'en zone euro, dont le financement repose davantage sur l'intermédiation bancaire.

## ◆ Trois scénarios stratégiques face à la crise actuelle

La stratégie adoptée par une banque centrale face à la crise actuelle dépend naturellement de son évaluation des perspectives économiques et notamment de son appréciation du risque de déflation. Cette évaluation doit être basée sur l'examen de l'ensemble des indicateurs économiques, monétaires et financiers habituels. Dans la situation présente, elle doit également prendre en compte l'incertitude importante entourant les perspectives économiques, due notamment à la rapidité de leur dégradation ; au manque de visibilité sans précédent quant au prix de nombreux instruments financiers ; au degré d'exposition des bilans bancaires aux actifs dépréciés ;

24 L'achat ferme massif de titres publics par la BCE est interdit sur le marché primaire par le Traité sur l'Union européenne et contingent à certaines limites sur le marché secondaire.

25 « Dans leur discussion sur la politique monétaire dans la période entre deux réunions, les membres du Comité ont reconnu que le volume important des réserves excédentaires avait déjà eu pour conséquence la baisse des taux des fonds fédéraux à un niveau significativement en-dessous du taux ciblé des fonds fédéraux et du taux d'intérêt sur les réserves excédentaires. (...) Puisque la quantité importante de réserves excédentaires dans le système limiterait le contrôle de la Réserve fédérale sur le taux des fonds fédéraux, plusieurs membres ont pensé qu'il pourrait être préférable de ne pas fixer une cible précise pour le taux des fonds fédéraux. (...) Les membres ont décidé qu'il serait préférable que le Comité communique explicitement son souhait que le taux des fonds fédéraux soit à un niveau très bas ; en conséquence, le Comité a décidé d'annoncer une fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux entre 0 et 0,25 %. Les membres ont également décidé que le communiqué devrait indiquer que les conditions économiques détériorées justifiaient probablement des niveaux exceptionnellement bas du taux des fonds fédéraux pour un certain temps. » Minutes de la réunion du FOMC des 15 et 16 décembre 2008. Noter que l'annonce combine la confirmation de mesures d'expansion du bilan et une communication sur les taux futurs.

enfin, au caractère nouveau de certains des mécanismes d'amplification à l'œuvre dans cette crise financière. Cette évaluation de la situation macroéconomique doit être complétée par un examen du bon fonctionnement des principaux canaux de transmission des mesures conventionnelles de politique monétaire, *i.e.* de la façon dont les baisses de taux directeurs se répercutent sur les conditions de financement des agents, que ce soit sous la forme de prêts bancaires ou d'émissions de titres de dette sur les marchés financiers.

Selon le résultat de ces analyses, trois scénarios se dessinent pour la politique monétaire.

Dans le premier scénario, relativement favorable, le risque de déflation est considéré comme négligeable et les principaux canaux de transmission des mesures conventionnelles de politique monétaire (canaux du taux d'intérêt et du crédit) sont jugés opérationnels. C'est, à la date de rédaction de cet article, le cas de la zone euro. En effet, les développements récents et les dernières prévisions d'inflation en zone euro font apparaître un fort mouvement de désinflation mais qui devrait être temporaire et donc ne pas déboucher sur une déflation durable. Par ailleurs, les dernières données disponibles semblent indiquer que les taux d'intérêt de marché comme ceux des crédits des banques aux entreprises répondent bien aux baisses de taux directeurs récemment décidées par la BCE. Dans ce premier scénario, il n'est pas nécessaire de baisser les taux directeurs davantage que ne le voudrait la « fonction de réaction habituelle » de la banque centrale, ce qui n'exclut pas naturellement une baisse ample et rapide si la détérioration des perspectives économiques est elle-même forte et rapide. Il convient par contre de maintenir les mesures visant à restaurer un fonctionnement normal du marché monétaire.

Dans le deuxième scénario, relativement défavorable, le risque de déflation est également jugé négligeable mais les principaux canaux de transmission des mesures conventionnelles de politique monétaire sont considérés comme détériorés et les conditions financières comme durablement trop restrictives. En ce cas, on peut considérer qu'il n'y a pas non plus de raison de baisser les taux directeurs davantage que ne le voudrait la fonction de réaction « habituelle » de la banque centrale. En revanche, il convient d'élargir la gamme des mesures non conventionnelles de politique monétaire dans le but de détendre les conditions de financement, par exemple par le biais d'achat de billets de trésorerie (*commercial papers*) ou de titres privés de plus long terme (mesures d'assouplissement du crédit).

Dans le troisième scénario, très défavorable, le risque de déflation est jugé non négligeable, les principaux canaux de transmission des mesures conventionnelles de politique monétaire sont considérés comme détériorés et un brusque resserrement du crédit ("*credit crunch*") est en cours. En ce cas, une approche en termes de gestion du risque ("*risk management*") doit s'imposer : comme le défendent Mishkin (2008, 2009) et Orphanides (2004, 2009), il s'agit avant tout de s'assurer contre la réalisation du risque de déflation. Ceci nécessite une réaction vigoureuse de la politique monétaire, à la fois par des mesures conventionnelles (baisse rapide des taux directeurs jusqu'à un très bas niveau) et par une extension des mesures non conventionnelles, notamment un engagement à maintenir à zéro le taux directeur pendant un certain temps et des mesures d'assouplissement du crédit. Comme toute assurance, cette option a un prix. En l'occurrence, ce prix correspond *a posteriori* au surcroît d'inflation engendré par une politique monétaire trop longtemps expansionniste dans le cas où le risque de déflation ne se matérialise pas.

Dans ce troisième scénario, la banque centrale doit toutefois accompagner sa réaction vigoureuse de politique monétaire d'une communication adaptée. En effet, comme le souligne Bini Smaghi (2008), en l'absence d'une telle communication, cette réaction pourrait être interprétée par les agents privés comme le signal que la banque centrale est plus pessimiste qu'eux sur l'orientation de l'activité et l'horizon de sortie de crise, ce qui pourrait avoir l'effet contre-productif de déclencher des anticipations de déflation qui seraient ensuite difficiles à « déloger ». Une communication de la banque centrale qui présente explicitement cette

réaction comme une politique d'assurance contre la déflation devrait permettre de réduire ce risque de mésinterprétation ou de sur-réaction des agents privés <sup>26</sup>.

## ◆ Conclusion

Les banques centrales ont à leur disposition de nombreux moyens d'action non conventionnels pour stimuler le financement de l'économie malgré une situation de dysfonctionnement grave et prolongé du système financier, même lorsque le taux directeur bute contre son plancher à zéro. Les travaux empiriques disponibles sur les périodes antérieures à la crise actuelle et les premières évaluations de l'impact des mesures récentes suggèrent que ces mesures non conventionnelles de politique monétaire sont bien efficaces. Ces mesures ne sont toutefois pas équivalentes les unes aux autres, et le tableau 1 propose une synthèse des avantages et inconvénients de chacune d'entre elles.

**Tableau 1**  
**Contraintes associées aux mesures non conventionnelles**

	Communication sur les taux futurs	Cible de réserves excédentaires ("quantitative easing") via l'achat de titres :		Achat de titres à plus ou moins long terme ("credit easing") :	
		Publics	Privés	Publics	Privés
Implique d'avoir atteint le plancher à zéro du taux directeur	Non	Oui	Oui	Oui*	Oui*
Opérationnel si le système bancaire est affecté par des actifs dégradés	Oui	Non	Non	Oui	Oui
Risque de crédit à l'actif de la banque centrale	Non	Non	Oui	Non	Oui
Risques pour l'indépendance de la banque centrale	Non	Oui	Non	Oui	Non

(\*) Non dans un premier temps, oui au-delà d'un certain montant

Malgré leurs différences, ces mesures se rejoignent largement en tant que moyens de crédibiliser le choix d'une orientation durablement expansionniste de la politique monétaire. Ainsi, pourvu que la banque centrale puisse s'engager de manière crédible à maintenir une politique expansionniste aussi longtemps que nécessaire, il n'existe pas de spirale déflationniste ou de « trappe à liquidité » dont l'économie ne puisse sortir <sup>27</sup>. De ce point de vue, comme le soutient Orphanides (2004), certains épisodes historiques parfois présentés comme des situations de trappe à liquidité, comme ceux qu'ont connus les États-Unis entre 1935 et 1938 et le Japon entre 1998 et 2001 avec un taux directeur proche de zéro, sont davantage le résultat d'une hésitation de la banque centrale à poursuivre résolument et assez longtemps les autres mesures d'assouplissement monétaire qu'elle peut engager, que la manifestation d'une impuissance intrinsèque de la politique monétaire du fait du plancher à zéro du taux directeur.

Les **Questions actuelles** **Économie – Monnaie – Finance** présentent le résultat des analyses conduites à la Banque de France sur des questions d'actualité ; elles visent à alimenter le débat et ne présentent pas de position officielle de la Banque de France sur les sujets traités.

<sup>26</sup> Une telle sur-réaction des agents privés à un signal public peut s'expliquer dans le cadre d'analyse de Morris et Shin (2002).

<sup>27</sup> La politique budgétaire a a priori également un rôle important à jouer pour relancer l'activité économique. L'analyse des conditions de l'efficacité d'une relance budgétaire et de la coordination avec la politique monétaire dépasse cependant le cadre de cet article.

## BIBLIOGRAPHIE

**Ahearne (A.), Gagnon (J.), Haltmaier (J.) et Kamin (S.) (2002)**

“Preventing deflation: Lessons from Japan’s experience in the 1990s”, *International Finance Discussion Papers 729, Board of Governors of the Federal Reserve System*

**Bentoglio (G.) et Guidoni (G.) (2009)**

« Les banques centrales face à la crise », *Revue de l’OFCE*, à paraître

**Berg (C.) et Jonung (L.) (1999)**

“Pioneering price level targeting: The Swedish experience 1931-1937”, *Journal of Monetary Economics* 43, 525-551

**Bernanke (B. S.) (2002)**

“Deflation: Making sure “it” doesn’t happen here”, discours au *National Economists Club*, Washington, D.C., 21 novembre 2002

**Bernanke (B. S.) (2003)**

“An unwelcome fall in inflation?”, discours à une table ronde sur l’économie à l’Université de Californie, San Diego, Californie, 23 juillet 2003

**Bernanke (B. S.) (2004)**

“Central bank talk and monetary policy”, discours prononcé à un déjeuner de société de la *Japan Society*, New York, New York, 7 octobre 2004

**Bernanke (B. S.) (2009)**

“The crisis and the policy response”, *Stamp lecture* à la *London School of Economics*, Londres, Royaume-Uni, 13 janvier 2009

**Bernanke (B. S.), Reinhart (V. R.) et Sack (B. P.) (2004)**

“Monetary policy alternatives at the zero bound: An empirical assessment”, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, 1-78

**Bini Smaghi (L.) (2008)**

“Careful with (the “d”) words!”, discours de la *European Colloquia Series*, Venise, Italie, 25 novembre 2008

**Fender (I.) et Gyntelberg (J.) (2008)**

“Overview : Global financial crisis spurs unprecedented policy actions”. Banque des règlements internationaux, *Revue trimestrielle*, décembre

**Cecchetti (S. G.) (2008a)**

“Monetary policy and the financial crisis of 2007-2008”, *CEPR Policy Insight* n° 21

**Cecchetti (S. G.) (2008b)**

“Crisis and responses: The Federal Reserve and the financial crisis of 2007-2008”, *NBER Working Paper* n° 14134

**Eggertsson (G. B.) et Woodford (M.) (2003)**

“The zero bound on interest rates and optimal monetary policy”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 1, 139-211

**Friedman (M.) et Schwartz (A. J.) (1963)**

“A monetary history of the United States, 1867-1960”, *Princeton University Press*, Princeton, NJ

**Fukui (T.) (2003)**

“Challenges for monetary policy in Japan”, discours prononcé à la réunion de printemps de la *Japan Society of Monetary Economics* à l’occasion de son soixantième anniversaire, Tokyo, Japon, 1<sup>er</sup> juin 2003

**Hetzel (R. L.) (2003)**

“Japanese monetary policy and deflation”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 89, n° 3, 21-52

**Hicks (J. R.) (1937)**

“Mr. Keynes and the “Classics”; A suggested interpretation”, *Econometrica* 5, 147-159

**Keynes (J. M.) (1936)**

“The general theory of employment, interest and money”, *MacMillan*, Londres, Royaume-Uni

**Kimura (T.), Kobayashi (H.),  
Muranaga (J.) et Ugai (H.) (2002)**

“The effect of the increase in monetary base on Japan’s economy at zero interest rates: An empirical analysis”, *IMES Discussion Paper 2002-E-22*, Banque du Japon

**King (M.) (2001)**

“No money no inflation – the role of money in the economy”, *Économie internationale* 88, 111-132

**Krugman (P. R.) (1998)**

“It’s baaack: Japan’s slump and the return of the liquidity trap”, *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 2, 137-187

**Krugman (P. R.) (2000)**

“Thinking about the liquidity trap”, *Journal of the Japanese and International Economies* 14(4), 221-237

**Kydland (F.) et Prescott (E.) (1977)**

“Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans”, *Journal of Political Economy* 85, 473-492

**Meltzer (A. H.) (2001)**

“Monetary transmission at low inflation: Some clues from Japan in the 1990s”, *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* 19 (S1), 13-34

**Mishkin (F.S.) (2008)**

“Monetary policy flexibility, risk management, and financial disruptions”, discours à la Banque fédérale de réserve de New York, New York, 11 janvier 2008

**Mishkin (F. S.) (2009)**

“Is monetary policy effective during financial crises?”, *NBER Working Paper* n° 14678

**Morris (S.) et Shin (H. S.) (2002)**

“Social value of public information”, *American Economic Review* 92, 1521-1534

**Nessén (M.) et Vestin (D.) (2005)**

“Average inflation targeting”, *Journal of Money, Credit and Banking* 37, 837-863

**Okina (K.) (1999)**

“Monetary policy under zero inflation: A response to criticisms and questions regarding monetary policy”, *IMES Discussion Paper 99-E-20*, Banque du Japon

**Orphanides (A.) (2004)**

“Monetary policy in deflation: The liquidity trap in history and practice”, *North American Journal of Economics and Finance* 15, 101-124

**Orphanides (A.) (2009)**

“The international financial turmoil and the economy”, discours à un dîner de l’*Institute of Certified Public Accountants*, Limassol, Chypre, 28 janvier 2009

**Orphanides (A.) et Wieland (V.) (2000)**

“Efficient monetary policy design near price stability”, *Journal of the Japanese and International Economies* 14, 327-365

**Reifschneider (D.) et Williams (J.) (2000)**

“Three lessons for monetary policy in a low inflation era”, *Journal of Money, Credit and Banking* 32, 936-966

**Shirakawa (M.) (2002)**

“One year under ‘quantitative easing’”, *IMES Discussion Paper 2002-E-3*, Banque du Japon

**Svensson (L. E. O.) (2001)**

“The zero bound in an open economy: A foolproof way of escaping from a liquidity trap”, *Monetary and Economic Studies* 19(S-1), 277-312

**Taylor (J. B.) et Williams (J. C.) (2008)**

“A black swan in the money market”, *NBER Working Paper* n° 13943

**Thornton (D. L.) (2009)**

“The Fed, liquidity, and credit allocation”, *Federal Reserve Bank of Saint-Louis Review* n° 1, 13-21

**Tobin (J.) (1969)**

“A general equilibrium approach to monetary theory”, *Journal of Money, Credit and Banking* 1, 15-29

**Trichet (J.-C.) (2008)**

“Monetary policy in challenging times”, discours à la conférence monétaire internationale, Barcelone, Espagne, 3 juin 2008