

## Les mesures non conventionnelles de politique monétaire

*Dans certaines situations de crise, les instruments habituels de la politique monétaire peuvent devenir inefficaces. Les banques centrales sont alors conduites à utiliser des mesures dites « non conventionnelles ». L'objet de ce Focus est de présenter ces mesures et les raisons de leur utilisation. Il ne vise pas à commenter les pratiques existantes des banques centrales.*

### ■ Pourquoi des mesures non conventionnelles ?

Les banques centrales mettent en œuvre des mesures non conventionnelles lorsque les canaux de transmission de la politique monétaire ne fonctionnent plus de manière satisfaisante. Il faut donc présenter ces canaux usuels pour comprendre dans quelles circonstances il peut être utile de s'appuyer sur des dispositifs non conventionnels.

1

### 1| Les principaux canaux de transmission de la politique monétaire

Pour atteindre leurs objectifs, au premier rang desquels figure la stabilité des prix, les banques centrales disposent principalement d'un instrument : la fixation du taux directeur, le taux d'intérêt auquel les banques commerciales se refinancent auprès de la banque centrale, en général à très court terme, de un à quelques jours. Le niveau et les mouvements du taux directeur influencent l'économie à travers, essentiellement, deux canaux de transmission : le canal des taux d'intérêt et celui du crédit.

#### Le canal des taux d'intérêt

Il existe, sur les marchés financiers, un grand nombre de taux d'intérêt, dont chacun correspond à une durée et une catégorie d'emprunteurs déterminées. On peut les représenter par une « courbe des taux », qui définit, pour une catégorie d'emprunteurs donnée, le taux des emprunts à chaque maturité (trois mois, six mois, un an, deux ans, dix ans... et jusqu'à trente ou quarante ans)<sup>1</sup>. La courbe des taux présente généralement une pente positive, les taux à long terme étant supérieurs aux taux courts.

C'est à travers la courbe des taux, son niveau et sa pente que les changements de taux directeurs se diffusent à l'économie. La forme de la courbe des taux est donc essentielle pour la transmission de la politique monétaire. Elle dépend principalement de trois facteurs :

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

<sup>1</sup> En fait on trace une courbe des taux pour les emprunts d'État, considéré comme le moins risqué des emprunteurs, les taux pour les autres emprunteurs (entreprises, ménages) se calculant en ajoutant une prime de risque, qui dépend de la qualité de l'emprunteur.

- ✓ l'incertitude qui affecte ces anticipations de taux : elle se matérialise par une prime de risque spécifique. Plus les anticipations de taux courts futurs sont incertaines, plus les taux longs sont élevés. C'est une des raisons pour lesquelles les banques centrales s'attachent à préserver leur crédibilité : avec des anticipations bien ancrées, les primes de risque sont moins élevées ;
- ✓ enfin, les taux longs sont affectés par l'offre et la demande de titres aux différentes échéances. Par exemple, si les compagnies d'assurance accroissent leur demande de titres d'État à dix ans, le prix de ces titres augmente et leur taux baisse. À l'inverse, si le déficit budgétaire se creuse, l'État doit émettre plus de titres, leur offre s'accroît, leur prix baisse, et le taux d'intérêt que doit consentir l'État émetteur s'élève.

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

- ✓ une variation du taux directeur provoque, toutes choses égales par ailleurs, un déplacement de la courbe des taux, au moins sur sa partie courte ;
- ✓ si la banque centrale est crédible, elle peut également, à travers sa communication, influencer les anticipations d'inflation future, donc la pente de la courbe de taux ;
- ✓ il faut noter enfin que l'économie réagit au niveau et aux variations des taux d'intérêt réels, c'est-à-dire la différence entre les taux nominaux dégagés par le marché et l'inflation anticipée. La banque centrale agit également sur l'inflation anticipée, donc sur les taux réels, selon qu'elle est plus ou moins crédible.

## Le canal du crédit

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

Dans la zone euro, les banques assurent 75 % du financement de l'économie, contre 10 %, par exemple, aux États-Unis. Le canal du crédit est donc particulièrement important dans la transmission de la politique monétaire.

## 21 Cas de dysfonctionnement des canaux de transmission

- ✓ Le canal du taux d'intérêt peut se trouver bloqué dans deux cas :
  - tout d'abord, quand le taux directeur atteint le niveau zéro. Par définition, il ne peut plus baisser car les taux d'intérêt ne peuvent être négatifs. Cette situation est particulièrement pénalisante si l'inflation anticipée est négative. La banque centrale perd alors la possibilité d'influencer, par son taux directeur, les taux réels. Ceux-ci peuvent alors devenir très élevés, et croissants, contribuant au déclenchement d'une spirale déflationniste<sup>2</sup> ;
  - même si le taux directeur n'est pas nul, il peut être impossible à la banque centrale de faire baisser les taux d'intérêt.

2 Cf. Focus « Déflation ou désinflation ? »

C'est le cas si l'économie tombe, selon la formule de Keynes, dans une « trappe à liquidité ». En temps ordinaire, quand il y a un supplément de monnaie dans l'économie, il donne lieu à l'achat de titres, ce qui fait baisser les taux d'intérêt<sup>3</sup>. Mais ce mécanisme ne joue plus si le rendement des titres devient très faible ou leur détention trop risquée<sup>4</sup>. Dans cette situation, les agents économiques préfèrent détenir et conserver de la monnaie. Le prix des titres n'augmente plus et les taux d'intérêt ne baissent plus.

✓ Le blocage du canal du crédit intervient quand le système bancaire ne fonctionne plus normalement et les flux de crédit à l'économie se ralentissent ou s'interrompent. Ce peut être le cas si :

- les banques ont enregistré des pertes (par exemple liées aux *subprime*) qui réduisent leur base en capital et leur aptitude à prêter ;
- les conditions économiques se dégradent fortement, ce qui rend le crédit plus risqué et les prêteurs plus réticents ;
- l'incertitude économique s'accroît, ce qui élève les primes de risque, augmente le coût des ressources des banques et dissuade les emprunteurs ;
- le marché interbancaire — principale source de refinancement des banques — est bloqué en raison d'une perte mutuelle de confiance entre les intervenants.

## ■ En quoi consistent les mesures non conventionnelles ?

En reprenant les principaux cas de dysfonctionnements des canaux de transmission évoqués auparavant, on peut distinguer trois grandes catégories de mesures non conventionnelles, susceptibles d'être combinées. Ces mesures visent respectivement à :

- augmenter massivement la quantité de monnaie en circulation dans l'économie. On parle alors de "*quantitative easing*" (assouplissement quantitatif) ;
- agir sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents ;
- débloquer les marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de "*credit easing*" (assouplissement des conditions de crédit).

✓ La création massive de monnaie vise à contourner l'obstacle du blocage des taux d'intérêt. La banque centrale tente de « saturer » la demande de monnaie des agents économiques, en espérant que ceux-ci dépenseront directement leurs encaisses excédentaires. Il s'agit, en quelque sorte, de créer un nouveau canal de transmission de la politique monétaire qui ne dépende pas du taux d'intérêt. En temps ordinaire, ce canal direct par le biais de la masse monétaire ne peut être utilisé, car la demande de monnaie (la quantité de monnaie que souhaitent détenir les agents économiques) est instable à court terme : il n'existe pas de lien prévisible entre la quantité de monnaie et la situation économique. En période exceptionnelle, cette instabilité de court terme est moins gênante dès lors que la banque centrale est disposée à offrir la monnaie en quantité illimitée<sup>5</sup>. Il n'est pas certain, toutefois, que même une offre illimitée suffise à relancer la dépense si la demande de monnaie est elle-même infinie. C'est pourquoi, très souvent, l'offre de monnaie est canalisée vers le seul agent dont on est certain qu'il dépensera : l'État *via* son déficit budgétaire. Les politiques d'achat de titres de la dette publique par les banques centrales représentent donc une des formes les plus utilisées de "*quantitative easing*".

<sup>3</sup> Il existe une relation inverse entre le prix des titres (obligataires) et le taux d'intérêt.

<sup>4</sup> En particulier si on considère que la probabilité d'une hausse future des taux longs, donc de pertes en capital, est désormais plus importante que celle d'une baisse.

<sup>5</sup> Un excès de monnaie constitue naturellement un risque inflationniste à moyen terme, c'est pour cette raison que des stratégies de sortie du "*quantitative easing*" sont nécessaires.

✓ Agir sur la courbe des taux en influençant les anticipations. Pour ce faire, la banque centrale peut s'engager explicitement à maintenir son taux directeur à un niveau très bas (voire nul) pour une période de temps significative. Elle peut également définir les conditions préalables à une augmentation future de ce taux : par exemple, garantir qu'aucune hausse n'interviendra tant que l'inflation n'aura pas atteint un certain niveau. Cette stratégie est encore plus efficace si la banque centrale s'est dotée, dans son cadre général de politique monétaire, d'une définition chiffrée de la stabilité des prix, qui sert alors de référence explicite. Allonger, au-delà des quelques jours traditionnels, l'échéance du refinancement accordé au taux directeur participe également à cette politique.

✓ Enfin, si le canal du crédit est bloqué, la banque centrale peut se substituer aux banques commerciales et au marché pour financer directement l'économie. On parle alors de "credit easing". Concrètement, la banque centrale élargit dans un premier temps la gamme des crédits à l'économie qu'elle refinance<sup>6</sup> puis peut se porter directement acheteuse de titres représentant des crédits à l'économie : billets de trésorerie, obligations privées, bons hypothécaires. Ces opérations ont un double effet : elles réaniment le marché de ces titres ; elles procurent directement des financements à l'économie. En contrepartie, toutefois, la banque centrale doit assumer un risque de crédit et de taux qui n'entre pas dans sa fonction ordinaire<sup>7</sup>. Les mesures relevant du "credit easing" ont plus de portée dans des économies où les entreprises se financent essentiellement par émission de billets de trésorerie ou d'obligations, où les crédits obtenus par les ménages — crédits hypothécaires ou crédits à la consommation — sont largement titrisés et donc financés à titre principal sur les marchés. À l'inverse, lorsque l'intermédiation bancaire couvre l'essentiel des besoins de financement, c'est *a priori* plus les mesures de "quantitative easing" ou celles qui influencent la courbe des taux qui sont utilisées.

Pour récapituler, on peut présenter les mesures non conventionnelles dans le tableau suivant :

### Mesures non conventionnelles

Objectif	Mesure	Achats de titres publics	Achats de titres privés	Engagement à maintenir les taux
Augmenter la quantité de monnaie dans l'économie		Oui	Oui si pas de stérilisation	Non
Agir sur les anticipations d'inflation et la courbe des taux		Oui	Oui à travers les primes de risque	Oui
Débloquer les marchés du crédit		Non	Oui	Non

4

Ce rapide panorama des mesures non conventionnelles et de leurs utilisations<sup>8</sup> met en évidence la variété des instruments dont disposent les banques centrales pour conduire leur politique monétaire. Même lorsqu'elles ont déjà fortement réduit leurs taux d'intérêt directeurs et même lorsque les marchés ne fonctionnent plus ou que l'intermédiation bancaire se bloque, elles ont encore de puissants moyens d'actions pour influencer le coût de financement de l'économie.

Contact : laurent.clerc2@banque-france.fr

<sup>6</sup> Pour se refinancer auprès des banques centrales, les banques doivent remettre des garanties, habituellement des titres d'État ou des créances de très grande qualité ; en relâchant ses exigences, la banque centrale encourage la distribution des crédits désormais admis en garantie.

<sup>7</sup> Dont elle peut se protéger de diverses manières : garantie de l'État, achat des titres lorsque leur prix est très bas et le risque de pertes supplémentaires limité.

<sup>8</sup> Pour aller plus loin, voir par exemple : Loisel (O.) et Mésonnier (J.-S.), « Les mesures non conventionnelles de politique monétaire face à la crise », Questions actuelles, n° 1, avril 2009.