

La stratégie d'assouplissement quantitatif des banques centrales face à la crise: Cas de la BCE et la FED

[The quantitative easing strategy of the central banks facing the crisis: Case of the ECB (European Central Bank) and the FED (Federal Reserve System)]

Widad Choukairy¹ et Nafii IBENRISSOUL²

¹Doctorante en sciences économiques,
Université Pierre Mendès,
Grenoble, France

²Enseignant chercheur, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion ENCG,
Université Hassan II Mohamedia,
Casablanca, Maroc

Copyright © 2013 ISSR Journals. This is an open access article distributed under the *Creative Commons Attribution License*, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ABSTRACT: The crisis has thrown the disorder on the effectiveness of the monetary policies. Indeed, the intensity of the financial crisis and the downward pressure it exerted on price stability has prompted many central banks to fix their interest rate at levels "historically" low. In September, the Federal Reserve conducts a decline in its rate to reach in December 2008, a floor close to zero, The Central Bank, for its part, has begun the process of falling interest rates in October 2008; which is continued until reaching a rate of 0.75% in July 2012. In a crisis, the fixation of the interest rate by the Central bank which is close to the 0% it is essential in order to stimulate economic activity, but, once the floor is reached, the risk of "liquidity trap" occurs, this leads monetary authorities to rethink their monetary policy and resort to others means of action other than further decline in interest rates. The purpose of this communication is to know whether the adoption by the central banks (European Central Bank and Federal Reserve case) of unconventional monetary policies, especially the policy of quantitative easing, has it enabled expansion of loans to households and finance companies, and therefore, contributed to an economic growth?

KEYWORDS: Financial crisis, quantitative easing, liquidity trap.

RESUME: La crise a jeté le trouble sur l'efficacité des politiques monétaires. En effet, l'intensité de la crise financière et la pression à la baisse qu'elle a exercée sur la stabilité des prix a incité bon nombre de banques centrales à fixer leur taux directeur à des niveaux « historiquement » bas. En septembre 2008, la FED procède à une baisse de son taux directeur pour atteindre en décembre 2008, un plancher proche de zéro, la BCE, quant à elle, a entamé son processus de baisse de taux directeurs en octobre 2008, lequel s'est poursuivi jusqu'à atteindre un taux de 0.75% en juillet 2012. Dans un contexte de crise, la fixation par la banque centrale d'un taux d'intérêt qui soit au voisinage du 0% lui est incontournable afin de pouvoir relancer l'activité économique, mais une fois ce taux plancher est atteint, le risque de « trappe à liquidité » intervient, ceci conduit les autorités monétaires à repenser leur politique monétaire et à recourir à d'autres moyens d'actions autres qu'une baisse supplémentaire du taux d'intérêt. L'objectif de cet article est de savoir si l'adoption par les banques centrales (Cas de la BCE et la FED) des politiques monétaires non conventionnelles, et plus particulièrement la stratégie d'assouplissement quantitatif a-t-elle permis une expansion de crédits accordés aux ménages et aux sociétés de financement, et en conséquence, a contribué à la croissance économique?

MOTS-CLEFS: Crise financière, Assouplissement quantitatif, Quantitative Easing, trappe à liquidité.

INTRODUCTION

Les turbulences bancaires et financières découlant de la crise financière qui a surgit le monde en 2007, ont nécessité une intervention « minutieuse » de la part des banques centrales des pays avancées, les contraignant ainsi à revoir leurs stratégies de politiques monétaires. En effet, la crise de confiance interbancaire, le manque de liquidité, le risque d'insolvabilité, sont tant d'éléments qui ont rendu l'action des banques centrales extrêmement difficile. Cette difficulté est liée d'une part, à l'incertitude quant au déroulement de la situation et d'autre part à l'impact que puisse avoir les décisions prises par les banques centrales sur le fonctionnement du système financier.

Suite à la faillite de la banque d'investissement *Lehman Brothers* le 15 septembre 2008, et en réponse à la crise de confiance et à la réticence des banques à se prêter entre elles. Les banques centrales (BC), la Réserve fédérale américaine (FED) et la Banque Centrale Européenne (BCE) entre autres, ont procédé à une réduction de leur taux directeurs, lesquels ont atteint des niveaux historiquement bas. Ce faisant, elles ont doté les banques commerciales et partant, le système bancaire de toute la liquidité dont ils avaient besoin.

Néanmoins, arrivant à un certain seuil (0,75%¹ pour la BCE, et proche de 0%² pour la FED), le processus de réduction du taux directeur ne peut plus se poursuivre, pour la simple raison que la fixation d'un taux directeur en dessous de zéro est inopérante et est techniquement impossible. C'est ainsi que le recours à d'autres moyens d'actions s'est imposé.

Cela étant, afin d'échapper à la borne inférieure zéro, et de fait, au problème de trappe à liquidité, les BC ont mis en œuvre un certain nombre de mesures non conventionnelles placées sous le nom de « stratégie d'assouplissement quantitatif », à travers lesquelles la BC joue le rôle d'une banque de refinancement.

En effet, l'assouplissement quantitatif est une stratégie non conventionnelle qui consiste à assouplir les conditions de crédit faites aux banques commerciales, il peut s'agir d'augmenter le montant des refinancements consentis aux banques, d'accroître leur durée, d'accepter en collatéral une gamme très large d'actif (BCE) comme il peut s'agir de l'acquisition des titres comme c'est le cas de la FED. L'objectif final est d'éviter un rationnement du financement bancaire, et de ce fait, éviter la récession et la déflation susceptible d'en découler.

Certes, l'adoption d'une telle stratégie a contribué au retour de la confiance sur les marchés interbancaires, néanmoins, ses retombées sur la consommation, la demande et partant, la croissance restent ambiguës.

Le présent article s'interroge sur l'efficacité de la stratégie d'assouplissement quantitatif. La première section présente la synthèse de l'ensemble des travaux théoriques qui se sont intéressés à cette stratégie, en présentant ses origines ainsi que ses techniques telles qu'elles sont adoptées par la BCE et la FED. La deuxième section essaie d'évaluer l'efficacité de cette stratégie non conventionnelle en examinant son impact sur la stabilité financière, sur la distribution des crédits ainsi que sur l'activité économique et ce, aussi bien pour les Etats-Unis que pour la Zone Euro.

1 PRESENTATION DE LA STRATEGIE D'ASSOUPLEMENT QUANTITATIF : REVUE DE LITTERATURE

1.1 AUX ORIGINES DU RECOURS A LA STRATEGIE D'ASSOUPLEMENT QUANTITATIF

Dans un contexte de crise et où les banques centrales se retrouvent dans l'incapacité d'user de leur instrument usuel qu'est le taux d'intérêt directeur. Le recours à des mesures dites « non conventionnelles » de politique monétaire peut s'avérer une solution incontournable. Ces instruments ne peuvent être définis que d'une manière négative au sens où il s'agit des mesures ne faisant pas partie de la conduite habituelle de la politique monétaire (Drumetz et Pfister, 2010).

En effet, le recours à des politiques non conventionnelles ne peut aucunement s'effectuer en temps normal. Selon Drumetz et Pfister (2010), les politiques monétaires non conventionnelles peuvent être adoptées au moment où les canaux habituels de transmission³ de la politique monétaire deviennent défectueux à l'issue du mauvais fonctionnement des marchés financiers et/ou au moment où la conduite d'une politique monétaire expansionniste devient incapable de stimuler l'activité à cause du niveau plancher du taux d'intérêt nominal.

¹ Bulletin mensuel de la BCE (Juillet 2012).

² Leboucher S. (2011), « Les banques centrales en dehors des sentiers battus », *Revue Banque*, n°740, octobre.

³ On en distingue trois canaux : le canal du taux d'intérêt ; le canal du taux de change ; et le canal des prix des actifs.

Si une économie se retrouve dans l'une des deux situations précitées, elle pourrait dans ce cas concevoir des politiques monétaires non conventionnelles, ces dernières peuvent être de deux sortes :

- Une action se traduisant par un accroissement de la taille du bilan de la banque centrale et plus précisément du montant des dépôts des banques commerciales auprès d'elle. Les politiques découlant de cette action sont appelées des « politiques non conventionnelles de quantité » ;
- Une action prenant la forme d'un engagement de la banque centrale quant à la conduite des taux d'intérêt. Les politiques relevant de cette action sont dites politique non conventionnelle de prix.

De notre part, on va s'intéresser aux politiques monétaires non conventionnelles de quantité⁴ et plus particulièrement, à l'assouplissement quantitatif. Il s'agit en effet d'une mesure non conventionnelle qui se traduit par un accroissement important du niveau des réserves bancaires en vue de stimuler la demande des banques en faveur d'actifs plus productifs au travers des effets de composition de portefeuille.

Mise en œuvre pour la première fois au Japon entre 2001 et 2006, la stratégie d'assouplissement quantitatif est selon Bernanke (2009a), une stratégie qui consiste, dans sa forme pure, à accroître le niveau de réserves des banques commerciales, et partant, le niveau de la liquidité bancaire. La conception de cette stratégie a pour objectif de rassurer les banques de la survenue d'une éventuelle crise de liquidité. Quoique sa mise en place soit récente, la stratégie d'assouplissement quantitatif fait l'objet d'un réel débat théorique entre économistes et chercheurs. Un débat portant aussi bien sur son efficacité que sur les canaux de transmission par laquelle elle va se transmettre au reste de l'économie.

Krugman (2000) suggère qu'un accroissement de l'offre de monnaie et donc la mise en œuvre d'une stratégie telle que la stratégie d'assouplissement quantitatif ne peut avoir d'effet que si elle est accompagnée d'un engagement crédible de la banque centrale, affirmant au public que le stimulus de liquidité sera maintenu tant que les conditions de l'engagement ne seront pas remplies.

Eggertsson et Woodford (2003) quant à eux, considèrent que l'unique moyen pour sortir d'une situation de trappe à liquidité est de contrôler les anticipations formulées par les agents privés, ce faisant, ils excluent tout effet d'un accroissement de la masse monétaire ou d'un changement de la composition du bilan⁵ de la banque centrale. Ils expliquent cela par l'hypothèse de parfaite substituabilité entre la monnaie et les actifs non monétaires quand les taux d'intérêt s'approchent de la borne inférieure zéro.

Selon Koo (2008), toute politique monétaire expansive qui vise à améliorer l'aptitude des banques commerciales à octroyer des crédits est vouée à l'échec et ce, en raison de l'absence de feed-back de la part des emprunteurs. Plus simplement dit, un agent privé qui a des dettes dépassant le montant de ses actifs, est alors un acteur qui ne cherche plus à maximiser son profit, mais plutôt à régulariser sa situation financière en minimisant sa dette. Il refuse ainsi de s'octroyer de nouveaux crédits ou d'émettre de nouvelles obligations et ce, en dépit de la faiblesse des taux d'intérêt.

Contrairement au paradigme néo-Wicksellien, qui suggère que la politique d'assouplissement quantitatif ne peut avoir d'effet direct et qu'elle ne peut agir que de façon indirecte à travers les anticipations, l'approche monétariste, quant à elle, éradique la survenue d'une trappe à liquidité et affirme que l'accroissement de la base monétaire, est apte à agir sur l'économie même si les taux d'intérêt sont proche de zéro. L'inflation est selon cette approche, un phénomène purement monétaire et donc tout choc monétaire se transmet à l'économie réelle en provoquant ainsi un ajustement du prix relatif des actifs réels et financiers et, partant, un ajustement des portefeuilles des agents.

On considère par ailleurs que s'il fonctionne, l'effet de l'assouplissement quantitatif passe par un certain nombre de canaux de transmission. Le premier est la prime de liquidité. En effet, Goodfriend (2000) mettent en avant le rôle de la prime de liquidité comme canal de transmission de l'assouplissement quantitatif à l'économie. Selon eux, du fait de l'imparfaite substituabilité entre la monnaie et les autres actifs (obligations et actions), et compte tenu de la différence qualitative entre ces actifs, un accroissement de la base monétaire incite les agents privés à réduire le niveau exigé de la prime de liquidité des actifs non liquides, diminuant ainsi leurs rendements. Ce mécanisme de transmission a l'aptitude de relancer l'activité économique non pas à travers une baisse des anticipations de taux courts futurs, comme le suggère l'approche néo-

⁴ Les politiques non conventionnelles regroupent aussi bien l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) que l'assouplissement qualitatif (*credit easing*).

⁵ On fait référence à ce propos à la stratégie d'assouplissement qualitatif, laquelle implique un changement de la composition du bilan de la banque centrale.

Wicksellienne, mais par une baisse des taux d'intérêt de long terme. Selon Bernanke et al, (2004), l'assouplissement quantitatif se transmet à l'économie à travers un effet de signal. En fait, selon eux, la stratégie d'assouplissement quantitatif est un outil efficace pour assister la BC à crédibiliser son engagement et de fait, à maintenir son taux directeur à un niveau plancher pour une durée plus longue.

Metzler (1995)⁶, quant à lui évoque un autre canal de transmission qu'il appelle « effet de richesse ». Cet auteur suggère que malgré la contrainte due au taux d'intérêt zéro, l'accroissement de la base monétaire permet d'augmenter la consommation et ce via l'effet de richesse qui incite l'agent privé à faire des dépenses supplémentaires, stimulant ainsi l'activité.

1.2 L'ADOPTION DE L'ASSOUPLEMENT QUANTITATIF PAR LA BCE ET LA FED

- **Les instruments utilisés par la BCE : Un arsenal plus renforcé**

Le 8 octobre 2008, la BCE décide d'ouvrir les vannes de la liquidité. Les opérations principales de refinancement sont en effet menées à taux fixe et sont servis dans leur intégralité. La réticence des banques à se prêter entre elles et la détérioration du marché monétaire suite à l'intensification de la crise financière ont accentué la dépendance des banques commerciales à l'égard du refinancement de l'eurosystème. Une telle situation a incité voire contraint la BCE à intervenir pour doter les banques ayant un besoin de financement, de la liquidité suffisante au sens où le mécanisme habituel de distribution de la liquidité via le marché monétaire était fortement détérioré et réellement touché par la crise. Ce faisant, l'Eurosystème cherchait à éradiquer l'incertitude quant au montant de liquidité alloué à chaque banque.

Avant la crise financière, les banques pouvaient prévoir le niveau du taux marginal de l'opération principale de refinancement du fait de sa stabilité au fil du temps. Et donc, l'incertitude inhérente à l'adjudication et ses conséquences étaient plus ou moins limitées. Néanmoins, à partir de mi-septembre 2008, le taux marginal a dépassé les 40 points de base (pb) et le taux moyen des opérations principales de refinancement s'est situé à plus de 70 pb au-dessus du taux de soumission minimal. Un tel contexte a amené le conseil des gouverneurs de la BCE le 8 octobre 2008, à adopter une procédure d'appels d'offres à taux fixe pour les opérations principales de refinancement, la totalité des soumissions étant servie au taux en vigueur pour ces opérations.

Pour se refinancer auprès de la BC, une banque commerciale doit disposer de collatéraux pour garantir son emprunt. Ceci dit, les actifs présentés en guise de garantie doivent être éligibles, c.à.d. qu'ils doivent répondre à un certain nombre de critères, lesquels sont bien entendu, définis par la BC. Il s'agit en fait des critères qui vont du lieu d'émission, de la procédure d'émission, jusqu'à la qualité des actifs en question (le type d'émetteur et la qualité de sa signature), en passant par la monnaie de libellé.

Suite à l'intensification de la crise, le conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, le 13 octobre 2008, de compléter la procédure d'appels d'offres à taux fixe intégralement servie annoncée une semaine plus tôt, par une nouvelle série de mesures, lesquelles, ont cette fois, porté sur les actifs éligibles admis en garantie des opérations de garantie de l'Eurosystème, les modalités d'adjudication des opérations de refinancement et des opérations de fourniture de liquidité en dollars.

Par ailleurs, les interventions de l'Eurosystème ne se sont pas limitées au marché interbancaire, mais ont également, concerné certains segments du marché des titres jugés importants dans le financement des banques de la zone euro. Le 7 mai 2009, le conseil des gouverneurs a décidé de mettre en œuvre un programme d'achat d'obligations sécurisées (Covered bond purchase programme – CBPP), qui avait pour principal objectif de contribuer au redressement du marché des obligations sécurisées.

En effet, entre le 6 juillet 2009 et le 30 juin 2010, l'Eurosystème a procédé à des achats fermes d'obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro dont le montant nominal total préannoncé s'élève à 60 milliards d'euros. Ainsi, au 31 décembre 2009, l'Eurosystème a procédé à l'achat des obligations sécurisées pour un montant de 28 milliards d'euros (24% sur le marché primaire et 76% sur le marché secondaire).

⁶ Metzler (1995) fait l'hypothèse que, parmi les actifs, seules les obligations sont parfaitement substituables à la monnaie. Les changements des taux d'intérêt de court terme, étant transitoires, n'affectent donc pas les décisions de consommation.

- **Les instruments utilisés par la FED : La ruée vers l'innovation**

La Term Auction Credit Facility (TAF) constitue l'une des premières innovations de la FED en matière d'accès à la liquidité. C'est en fait une refondation de la Discount Window. Dans le cadre de cette opération, la réserve fédérale dote les banques commerciales et institutions de dépôt faisant preuve de solvabilité, de la liquidité, laquelle prend la forme d'un prêt admettant en collatéral une gamme très large d'actifs.

Elle s'effectue dans l'anonymat, assure les montants très importants (60 Md\$), permet à la liquidité d'aller là où elle n'allait plus et laisse du temps aux banques pour savoir comment réagir face à la crise de liquidité qui frappe une gamme élargie d'actifs. Ainsi, la liquidité distribuée par la TAF (60 Md\$) excède celle allouée via les OMO, acronyme anglais de l'Open Market Operations (environ 50 Md\$ d'encours en décembre 2007).

La FED met en œuvre le 7 mars 2008, la Term Repurchase Transaction (TRT) qu'est une nouvelle (OMO) et qui a pour principal objectif d'apaiser les pressions sur les marchés interbancaires. La TRT est en fait une opération dont la maturité est de 28 jours, à l'issue de laquelle la réserve fédérale n'accepte que des MBS (Mortgage Backed Securities) garantis par les GSE (dettes d'agences sponsorisées par le gouvernement).

L'innovation apportée par cette nouvelle (OMO), c'est qu'elle porte sur une maturité plus longue, et dote les primary dealers, d'une liquidité dont les montants sont beaucoup plus déterminants. Ceci dit, malgré la mise en œuvre de cet instrument par la réserve fédérale, aucune amélioration au niveau du marché interbancaire n'a été constatée et le spread continuait de se creuser jusqu'à atteindre 80 pb. Ceci a amené la FED, le 11 mars 2007, à concevoir la Term Securities Lending Facility (TSLF). Il s'agit en fait d'une opération qui prend la forme d'une enchère hebdomadaire, permettant aux primary dealers, d'échanger pendant 28 jours auprès de la FED des titres variés en contrepartie des bons du trésor.

A côté des mesures précitées qui visaient principalement le marché interbancaire, la FED s'est également orientée à la fin de l'année 2008, vers l'acquisition des titres à long terme. La chute des coûts de financement des titres de (GSE), les chocs subis par le marché hypothécaire américain sont entre autres les facteurs qui ont motivé la réserve fédérale à mettre en œuvre le premier programme d'achat de titres spécialement orienté GSE. La FED prévoit, dans le cadre de ce programme, des achats de dettes des GSE dont le montant s'élève à 100 milliards de dollars ainsi que des achats de MBS garantis par les GSE pour un montant de 500 milliards de dollars. En mars 2009, à l'issue d'une détérioration de l'activité économique et des piètres perspectives sur le marché immobilier, la réserve fédérale étend ses programmes d'achat, les ramenant respectivement à 200 et 1250 milliards pour les dettes des GSE et les MBS garanties par ces dernières.

Enfin, Afin d'agir de réduire le niveau des taux à long terme et de fait, influencer de manière favorable sur les conditions de financement en du secteur privé, la FED s'engage d'acquérir, le 18 mars 2009, des obligations à long terme du Trésor américains dont le montant total s'élève à 300 milliards de dollars. Il s'agit de la première vague de l'assouplissement quantitatif Quantitative Easing (QE1) qui implique une augmentation de la taille du bilan de la banque centrale sans pour autant en affecter la qualité en termes de risque.

Il était évident qu'au terme du premier programme d'assouplissement quantitatif, la FED allait retomber au point mort. Les cours des actions stagnaient, le marché du travail ne produisait plus, si oui, cela demeure très insuffisant pour répondre aux besoins de la population, et de fait, contrer la menace du chômage, un PIB trimestriel en deca de la moyenne... Tant d'éléments qui rendent le retour, de l'économie américaine, à son état normal extrêmement complexe.

Il paraissait à ce titre convenable de lui doter d'une nouvelle impulsion, laquelle a pris la forme d'une deuxième ronde d'assouplissement quantitatif. Mis en place le 3 novembre 2010, ce second programme dont le montant s'élève à 600 milliards de dollars américains, visait plus particulièrement les obligations du Trésor américain. Néanmoins, contrairement à la première ronde d'assouplissement quantitatif, ce second programme ne se souciait pas de la liquidité sur le marché interbancaire, mais cherchait plutôt le moyen de stimuler l'économie, et de fait, rétablir la confiance des investissements.

2 L'EVALUATION DE L'EFFICACITE DE LA STRATEGIE D'ASSOUPLEMENT QUANTITATIF : CAS DE LA BCE ET LA FED

2.1 L'IMPACT SUR LA STABILITE FINANCIERE :

Durant la crise financière et plus précisément au cours de la période de l'intensification de la crise, les banques exprimaient une forte réticence à se prêter entre elles, bloquant ainsi les transactions et exigeant de ce fait, des primes de risque extrêmement élevées sur les montants échangés. Cependant, la stratégie d'assouplissement quantitatif menée respectivement par la FED et la BCE, a contribué à rétablir la confiance au sein des marchés financiers et a de ce fait, permis une détente des taux d'intérêt à travers une détérioration des primes de risque.

Les initiatives de la Réserve fédérale américaine et les mesures que cette dernière a mises en œuvre pour soutenir les banques éprouvant des difficultés liées à leur accès au financement s'avèrent aujourd'hui plus ou moins payantes. Les banques ont repris confiance, et partant, se refinancent plus facilement à des niveaux de spreads très faibles. Ainsi, les marchés interbancaires retrouvent leur fonctionnement d'avant la crise quoique les volumes qui y soient échangés restent largement inférieurs à la période de pré-crise.

En effet, la prime de risque, que l'on mesure par l'écart entre le taux sur les prêts interbancaires à trois mois et le taux sur les titres publics de même échéance, London Inter-Bank Overnight Rate (LIBOR), a repris son niveau d'avant crise et ce, depuis octobre 2009. Les titres publics à trois mois évoluent depuis fin 2008 autour de 0,2 %, les taux sur les prêts interbancaires de même échéance (LIBOR) sont passés de 1,3 % fin mars à 0,3 % fin septembre⁷.

Considéré comme un indicateur de stress des marchés financiers à court terme et après avoir été supérieur à 100 pb au moment de l'intensification de la crise financière, l'écart entre le LIBOR et l'OIS (taux Overnight Interest Swap), est revenu à un niveau sans tension. En revanche, malgré ces évolutions, la confiance ne s'est pas totalement rétablie au sens où l'on assiste toujours à des écarts élevés surtout en ce qui concerne les échéances longues. On prend à cet effet le cas du spread entre le LIBOR et l'OIS à un an, lesquels tardent à converger.

Après la baisse jugée de « temporaire » en début de l'année 2009, Les taux publics à dix ans oscillent entre 3,3 % et 3,75 %. Cependant, les taux à trente ans véhiculent des signes de reprise depuis l'automne 2009. Cette reprise ne concerne pas toutefois les taux hypothécaires, lesquels ont pu profiter du programme d'achats de titres engagé par la FED.

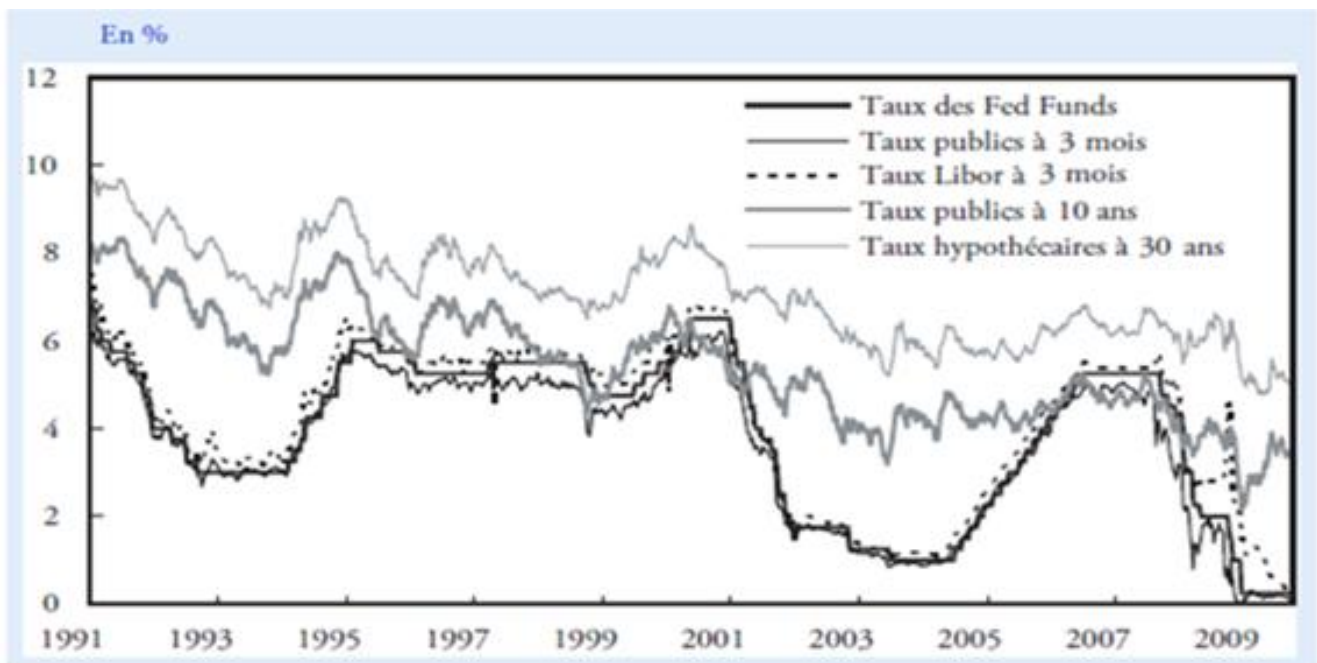


Fig. 1. Taux d'intérêt exprimés en %

Source : Blot C., Mathieu C., Riffart C. et Schweisguth D. (2011), « Politiques monétaires : panser l'avenir », *Revue de l'OFCE*, n°113, avril.

Concernant la BCE, la stratégie d'assouplissement quantitatif a, de la même manière que la réserve fédérale, permis la réduction des écarts entre les différents taux interbancaires et le taux directeur, lesquels ont retrouvé des niveaux qui n'avaient pas été atteints depuis juillet 2007. On peut à cet effet prendre l'exemple du taux Euribor qui, en septembre 2009, est devenu inférieur au taux directeur (respectivement 0,8% et 1%).

⁷ Blot C., Mathieu C., Riffart C. et Schweisguth D. (2011), « Politiques monétaires : panser l'avenir », *Revue de l'OFCE*, n°113, avril.

Toutefois, les taux interbancaires pour des maturités de 6 à 12 mois sont les seuls qui persistent et de fait, restent supérieurs au taux directeur (respectivement 1,1 et 1,3 % en septembre 2009). On a donc observé peu à peu un décalage de tous les taux interbancaires vers le bas, une fois les tensions apaisées.

Une autre manière d'évaluer l'état du marché interbancaire est de s'intéresser aux primes de risques entre les taux interbancaires et des taux de même maturité sur des actifs sans risque. A cet effet, on fait référence à l'écart entre le taux EURIBOR (des prêts en blanc sans garanties) à 3 mois et le taux EUREPO à 3 mois (dont les prêts sont garantis), ce dernier reste supérieur de 0,2 point par rapport au niveau d'avant la crise.



Fig. 2. Spread entre taux interbancaires et actifs moins risqués en %

Source : Bentoglio G., et Guidoni G., (2009), « les banques centrales face à la crise », revue de l'OFCE, septembre.

De même, l'écart entre le taux EURIBOR à 1 an et un actif sans risque liquide de même maturité qui peut être une obligation publique a visiblement diminué, mais reste tout de même élevé le comparant au niveau pré-crise.

Toutefois, en dépit de la détérioration du niveau des taux du marché interbancaire, les banques commerciales font toujours appel à la BCE, notamment via des opérations supplémentaires de refinancement à long terme. Au delà des soumissions aux opérations de refinancement, c'est le recours massif aux facilités de dépôts qui confirme que la BCE continue à se substituer au marché interbancaire. Alors que les placements faits à ce taux réduit attireraient à peine 6 milliards d'euros et dix établissements en moyenne en 2006, cent quatre-vingt-sept établissements de crédits ont eu recours à ces facilités fin mars 2010 pour un montant total de près de 300 milliards d'euros (graphique ci-dessous).

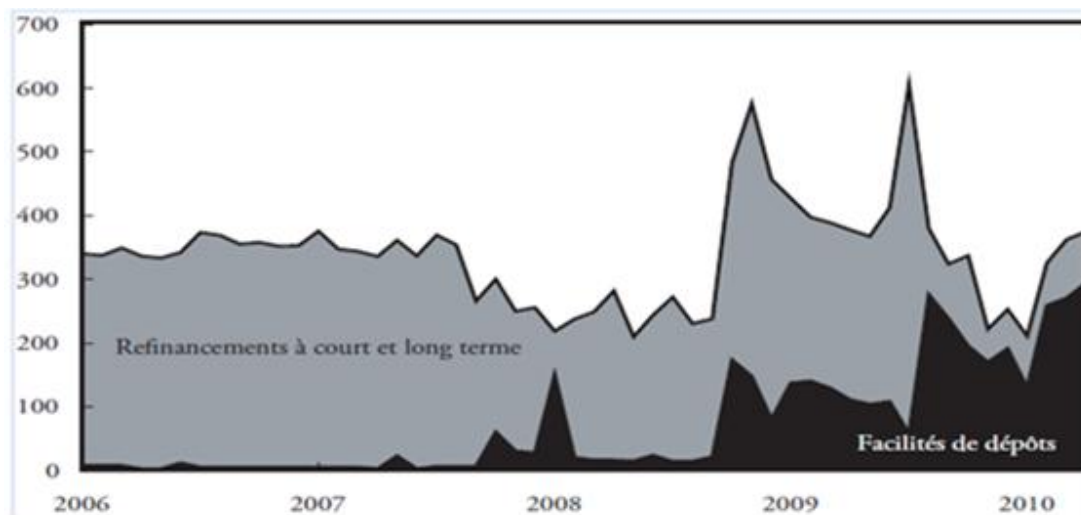


Fig. 3. refinancement et facilités de dépôts

Source : Blot C. et Riffart C. (2011), « politiques monétaires : à hue et à dia », département analyses et prévisions de l'OFCE, Revue de l'OFCE, n°117, avril.

D'autant plus, le taux EONIA (Euro OverNight Index Average), indicateur de la rémunération sur le marché interbancaire des prêts au jour le jour, reste légèrement supérieur au taux des facilités de dépôt qui s'établit à 0,25 % depuis le mois de mai 2009. De l'ensemble de ces évolutions découlent un constat déterminant à savoir que certes, l'incendie est maîtrisée grâce aux interventions respectives de la FED et la BCE mais encore faut-il noter que l'on est encore loin d'une situation qui ressemblerait à celle d'avant la crise.

2.2 L'IMPACT SUR LA DISTRIBUTION DES CREDITS

Malgré l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers, et donc de l'offre de crédit, la demande ne réagit que partiellement. Si l'on suit l'évolution des crédits à la consommation, on va constater que ces derniers suivent une tendance baissière qui s'est davantage aggravée suite à la crise financière, et ce, malgré l'assouplissement des conditions de crédits. Ce n'est qu'à la fin de l'année 2010, que ces crédits marqueront une reprise qui tout de même, reste légère.

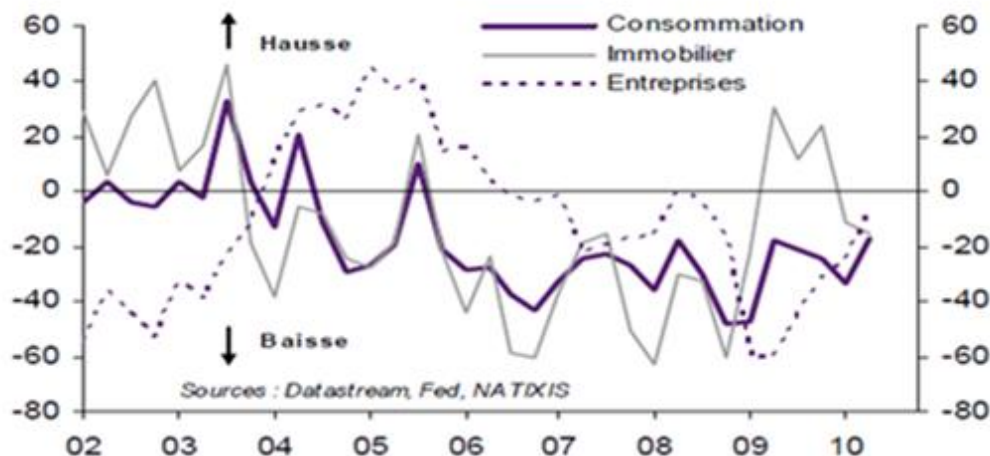


Fig. 4. Evolution de la demande de crédit (Enquête Réserve Fédérale)

Source : Natixis (2010), « Dans quelles conditions le Quantitative Easing permet-il de sortir de la déflation ? », Natixis, n°346, 15 juillet.

En effet, l'absence de redémarrage du crédit peut être attribuée à l'absence de demande de crédit, qui empêche les banques de prêter même si elles disposent de liquidités abondantes. Prenons l'exemple des ménages américains, ces derniers se trouvent dans une phase de « désendettement », leur taux d'endettement est ainsi passé de 135 % du fin 2007 à 121 % en fin 2010. Pour l'heure actuelle, l'ajustement financier, reste pour eux, un élément prioritaire.



Fig. 5. L'évolution des crédits bancaires accordés aux ménages

Source : Natixis (2011), « Peut-on parler réellement de reprise économique aux Etats-Unis et dans la zone Euro ? », Flash éco, Natixis, 19 mai.

Le même constat ressort du côté des entreprises. Sauf qu'il faut noter qu'inversement aux ménages, les entreprises américaines ne se retrouvent pas dans une situation d'ajustement financier mais font plutôt face à une insuffisance de demande qui leur est adressée. La résultante étant une forte détérioration des prêts consentis aux entreprises à partir du premier trimestre 2009. Et de la même manière que pour les ménages, les enquêtes révèlent un assouplissement dans les conditions de crédits octroyés par les banques aux entreprises à partir du troisième trimestre de l'année 2009, mais la demande de crédits des entreprises industrielles et commerciales n'a cessé de se détériorer et ce jusqu'à la fin de l'année 2010 où elle reprend que très légèrement.

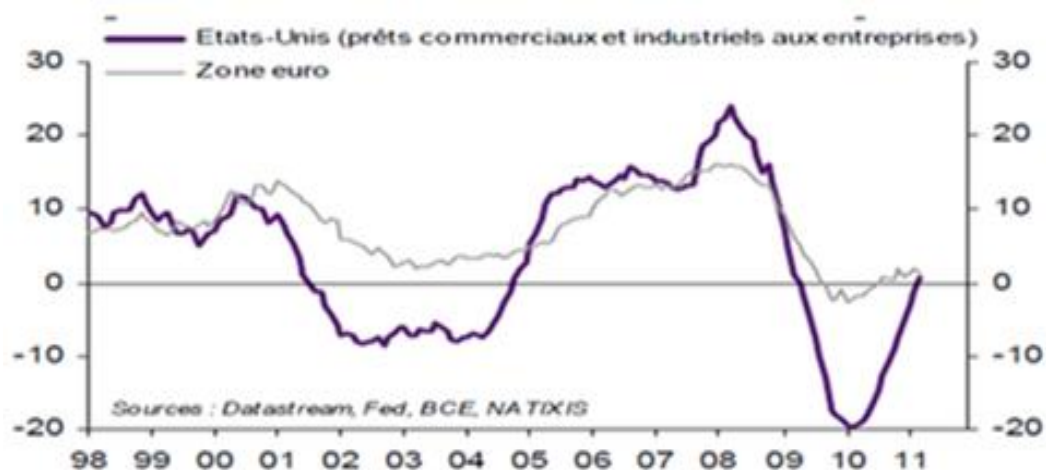


Fig. 6. L'évolution des crédits consentis aux Entreprises

Source : Natixis (2011), « Peut-on parler réellement de reprise économique aux Etats-Unis et dans la zone Euro ? », Flash éco, Natixis, 19 mai.

De part la faiblesse de leur besoins en capital, les entreprises préfèrent plutôt recourir à l'autofinancement, lequel voit sa part grandir à partir de 2008. Ainsi, le taux d'autofinancement des entreprises américaines a atteint 75,4 % au troisième trimestre 2009, un sommet jamais atteint depuis 1976.

En somme, les flux nets des crédits bancaires aux ménages et aux sociétés non financières (SNF) ont été négatifs en 2009, exception faite des crédits commerciaux, lesquels sont devenus positifs au second semestre 2009. De telles tendances affirment qu'en dépit de tous les signes du rétablissement de l'offre de financement, la demande de crédit et les émissions de titres restent en deçà du niveau de pré-crise.

Le constat est similaire dans la zone euro. En effet, les mesures prises par la BCE se sont incontestablement répercutées sur le coût du crédit, mais ce n'est pas pour autant que les volumes de crédits accordés se sont améliorés. La baisse des taux directeurs par la BCE s'est transmise aux taux débiteurs des banques commerciales de la Zone Euro sur les nouveaux prêts aux entreprises pour des échéances de court terme. Néanmoins, l'écart entre ces taux et le taux directeur qui s'était aggravé avec la crise reste plus ou moins volatile. Ainsi, Pour les crédits accordés, dont le montant excède 1 million d'euros, l'écart n'est pas très loin de son niveau normal (+ 0,3 point).

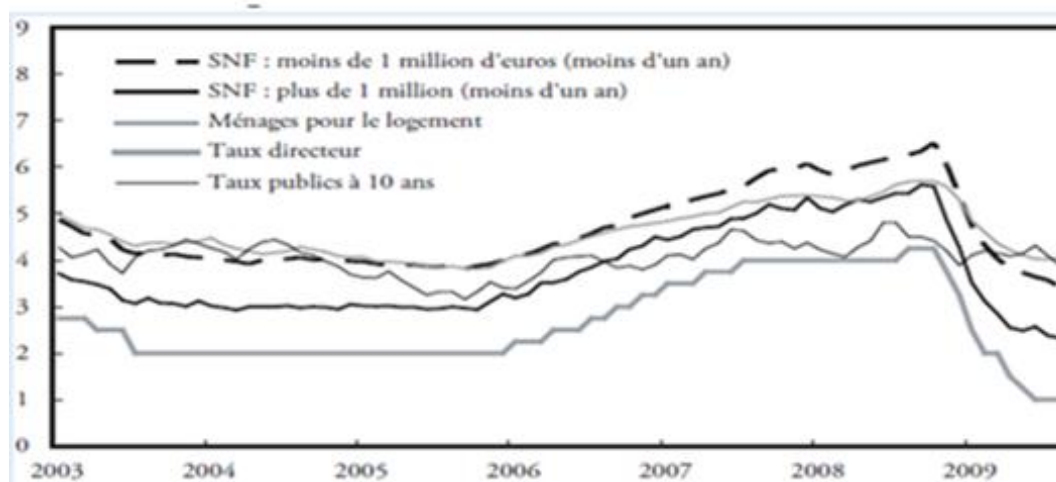


Fig. 7. L'évolution des taux bancaires débiteurs

Source : Blot C., et Riffart C. (2011), « Politiques monétaires : histoire sans fin », Revue de l'OFCE, n°119, octobre.

Cela étant, la réaction des taux débiteurs suite à la baisse des taux directeurs de la BC constitue l'un des premiers signaux positifs dans la transmission de la politique monétaire à l'économie. Mais encore faut-il noter que l'insuffisance des prêts consentis à l'origine de l'absence de la demande des ménages et SNF en limite incontestablement la portée.

En effet, les banques affirment, à l'issue de l'enquête trimestrielle menée par la BCE en 2009 qu'elles ont éradiqué tout durcissement au niveau de leurs conditions de crédit. Ceci dit, malgré cet assouplissement, la production de crédits consentis aux SNF marque un net recul (graphique ci-dessous), qui s'explique en fait par la poursuite de l'ajustement de l'investissement productif.

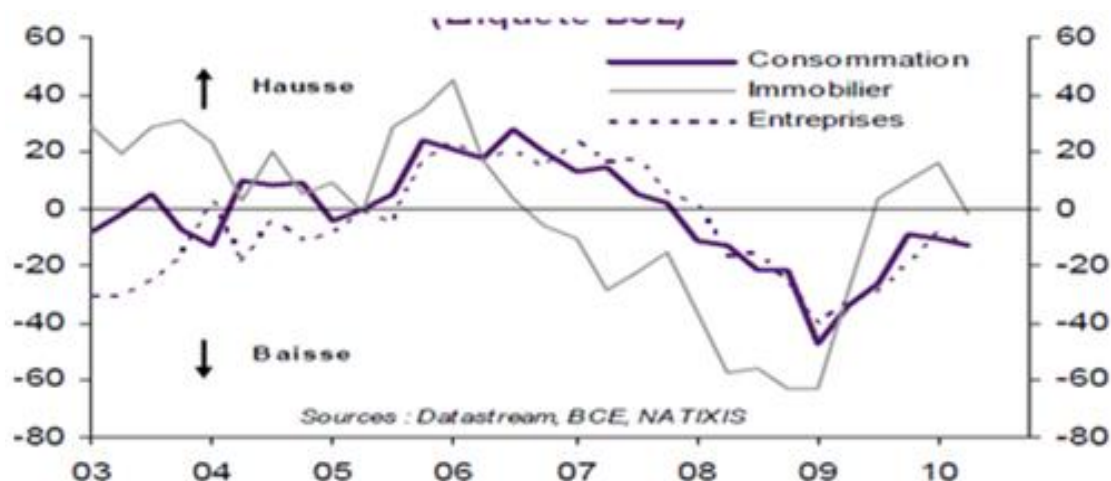


Fig. 8. Zone Euro : l'évolution de demande de crédit (enquête BCE)

Source : Natixis (2011), « Peut-on parler réellement de reprise économique aux Etats-Unis et dans la zone Euro ? », *Flash éco*, Natixis, 19 mai

Du côté des ménages de la zone euro, la production de crédits a poursuivi sa hausse au cours de la deuxième partie de l'année 2010. En moyenne, sur les six derniers mois, les ménages ont reçu 73 milliards d'euros de crédits par mois, dont 59 milliards pour le financement de prêts immobiliers. Il s'agit d'un montant qui excède de 10 milliards celui observé au second semestre 2009, mais qui tout de même, reste inférieure de 20 milliards d'euros au montant observé au second semestre 2006, cela pour dire que malgré la reprise, on est toujours éloigné du niveau d'avant crise.

2.3 L'IMPACT SUR L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE

Les signes de la reprise de l'activité sont apparus aux Etats-Unis à partir du second semestre 2009. Néanmoins, cette reprise ne s'est pas accompagnée d'un renforcement des bases de la demande, c.à.d. que l'on a pas assisté à l'issue de cette reprise, à un accroissement de l'emploi, qui peut être à l'origine d'un accroissement des revenus, et partant la consommation, laquelle à son tour stimulera la demande des ménages, la production des entreprises et de fait, l'investissement.

Le niveau extrêmement élevé du chômage, l'incertitude accrue qui marque les perspectives d'évolution de leurs revenus futurs et la détérioration de leurs revenus courants justifie amplement, le désendettement que privilégient les ménages américains. Lequel à son tour, porte atteinte à l'activité de financement des banques. Quant aux SNF, ces dernières souhaitent, elles aussi, minimiser leur exposition financière, en raison de la multiplication des faillites mais également en raison du risque de déflation qui pèse lourd sur leurs décisions d'investir.

Face à l'incertitude et donc aux risques de voir leur situation financière se détériorer, ménages et entreprises, ensemble, jouent les prudents. Dès lors, les conditions de prêts qui peuvent paraître attractives n'ont pas tout simplement aucune prise sur la demande de prêts et de fait, aucun effet sur la demande.

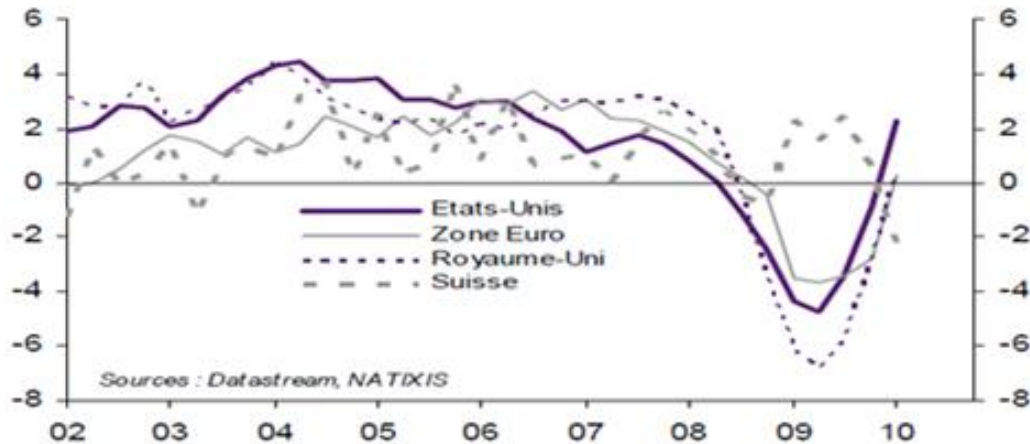


Fig. 9. L'évolution de la demande intérieure aux Etats-Unis et dans la zone Euro

Source : Natixis (2011), « Peut-on parler réellement de reprise économique aux Etats-Unis et dans la zone Euro ? », *Flash éco*, Natixis, 19 mai.

Ainsi, l'insuffisance de la demande a induit à un fort ralentissement de l'inflation en 2010. Les prix à la consommation ont progressé de 1,1 % sur un an, et si l'on se reporte à l'inflation sous-jacente dénuée des composantes volatiles notamment l'énergie et l'alimentation, la progression ne sera que de 0,8 %.

Malgré qu'il y ait des signes indiquant une certaine vigueur économique, la croissance reste largement inférieure au niveau pré-crise. L'économie américaine reste enfoncée dans un long processus de désendettement, qui mettra plusieurs années pour se normaliser. Compte tenu de la morosité des perspectives de croissance américaine, la FED conservera éventuellement sa politique de taux d'intérêt zéro sur une période plus longue. L'augmentation de la masse monétaire a permis à l'économie d'amortir les chocs certes, mais cet amortisseur disparaîtra avec la fin de la seconde vague de l'assouplissement quantitatif.

Il serait à ce niveau intéressant de savoir si la stratégie d'assouplissement quantitatif a été efficace pour favoriser la reprise de l'économie aussi bien des Etats-Unis que de l'Europe, une reprise de la croissance qui va permettre un retour aux équilibres naturels aussi bien de l'emploi que de la production.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Output-gap %	0,265	0,035	-1,821	-5,987	-4,764	-3,697	-2,686	-2,004	-1,415	-0,871	0,415
Taux de croissance en %	2,673	1,947	0	-2,633	2,834	2,758	2,872	2,723	2,729	2,732	2,677
Taux de chômage en %	4,608	4,617	5,8	9,275	9,633	8,537	7,751	6,994	6,315	5,707	5,185

Fig. 10. Prévisions du FMI de l'Output-Gap, du taux de croissance et du taux de chômage

Source : FMI

Les prévisions ci-dessous, donnent un output-gap supérieur à son niveau d'avant crise jusqu'en 2012 (-0,415 contre 0,035 en 2007). Cela étant, en dépit de la stratégie d'assouplissement quantitatif de la FED, l'output-gap ne sera pas comblé avant l'an 2016. Quant à l'analyse du rythme de la croissance, cette dernière paraît un peu moins pessimiste, au sens où les prévisions indiquent que celle-ci se stabilise autour de 2,7% après 2011. Ce qui équivaut le taux de croissance obtenu avant la

crise. Pour ce qui est du taux de chômage, les prévisions affirment que le taux d'avant crise ne sera obtenu qu'en 2016. De telles prévisions nous permettent de conclure que la politique monétaire menée par la FED ne se traduit pas par des effets nets sur l'activité et ce, même à long terme.

Par ailleurs et de la même manière que les Etats-Unis, ce n'est qu'au second semestre 2009, que l'activité économique européenne montrera des signes de stabilisation. Les taux de croissance trimestriels sont redevenus positifs aux troisièmes et quatrièmes trimestres 2009 et ce, après cinq trimestres consécutifs de croissance négative. L'IPCH (l'indice de prix à la consommation harmonisé) est redevenu positif en novembre 2009 et a atteint 0,9 % en décembre 2009, l'inflation devait donc restée modérée.

Après une croissance de 0,4 % en 2008, la consommation des ménages de la zone euro a fléchi de 1 % en 2009, ne témoignant d'aucune reprise au fil du temps, à la différence du PIB qui, après une baisse de 4 % sur l'ensemble de l'année, est reparti au deuxième semestre.

En 2010 et 2011, la consommation des ménages ne devrait plus pénaliser la reprise du PIB de la zone euro. Sa contribution à la croissance, négative ou nulle depuis le printemps 2008 redeviendrait très légèrement positive à partir du second trimestre 2010, et se renforcerait légèrement un an après. Les dépenses des ménages ne devraient cependant pas dépasser 0,3 % de croissance en 2010 et 1 % en 2011.

Pour ce qui est de l'investissement, l'année 2009 a été une année noire pour la Zone Euro, le niveau d'investissement a baissé de près de 11 % par rapport à l'année 2008. Cette chute s'explique bien entendu par la faiblesse de la consommation privée.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Croissance du PIB réelle en %	3,3	3,0	0,3	-4,2	1,8	1,6	0,2	1,4
Taux d'inflation en %	2,5	2,1	3,3	0,3	1,6	2,6	1,6	1,2
Taux du chômage en %		7,4	7,5	9,4	9,9	9,9	10,3	10,3
Output Gap en %	0,97	2,08	1,13	-3,52	-2,80	-2,25	-1,68	-1,16

Fig. 11. Les prévisions de l'OCDE de la croissance, du taux d'inflation et du taux de chômage

Source : OCDE

Comme nous pouvons le constater à travers le tableau ci-dessus, les prévisions donnent un output-gap supérieur à son niveau d'avant crise jusqu'en 2012 (-0,415 contre 0,035 en 2007). Cela étant, en dépit de la stratégie d'assouplissement quantitatif de la zone euro, l'output-gap ne sera pas comblé avant l'an 2016. Quant à l'analyse du rythme de la croissance du PIB, cette dernière paraît un peu moins pessimiste, au sens où les prévisions indiquent que celle-ci se stabilise autour de 2,7% après 2011. Ce qui équivaut le taux de croissance obtenu avant la crise. Pour ce qui est du taux de chômage, les prévisions affirment que le taux d'avant crise ne sera obtenu qu'en 2016.

3 CONCLUSION

On peut à travers l'évaluation de l'impact de la stratégie d'assouplissement quantitatif affirmer que sa transmission à la sphère réelle reste plus ou moins ambiguë. Certes, les tensions sur les marchés financiers se sont nettement détériorées mais encore faut-il noter que l'on est toujours incapable d'obtenir des niveaux de pré-crise. Les écarts de production restent extrêmement négatifs, le chômage demeure élevé et le risque d'une déflation est toujours présent, signe que la stratégie n'a eu aucun effet net sur l'activité mais a uniquement amorti les chocs subis par les économies précitées suite à la crise financière.

Quant à ses retombées sur la distribution de nouveaux crédits, il s'est avéré que les ménages continuent à privilégier le désendettement et les entreprises, l'autofinancement. Un tel comportement bloque la reprise de l'activité de crédits malgré l'assouplissement des conditions de crédits. On ne peut donc pas dire qu'il s'agit d'une stratégie efficace au sens où finalement, elle n'arrive pas à mordre sur les dépenses des ménages et des sociétés non financières. C'est cette incapacité de l'assouplissement quantitatif d'affecter la demande qui explique la persistance des écarts de production très négatifs et des taux de chômage extrêmement élevés.

De telles conditions incitent les banques centrales à maintenir leur vigilance et les contraignent par ailleurs, de poursuivre leur politique monétaire accommodante jusqu'à ce que les signes de reprises soit réellement solides.

REFERENCES

- [1] Banque Centrale Européenne (2011), "Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression," *Bulletin officiel*, BCE, juillet.
- [2] Banque centrale Européenne (2009a), "le financement externe des ménages et des sociétés non financières : comparaison entre la zone euro et les Etats-Unis," *Bulletin mensuel*, avril.
- [3] Bentoglio G., et Guidoni G., (2009), "les banques centrales face à la crise," *revue de l'OFCE*, septembre.
- [4] Bernanke B. et Reinhart R., (2004) "Conducting monetary policy at very low short-term interest rates".
- [5] Bernanke B. (2009 a), "The Crisis and the Policy Reponses, discours au stamp lecture, London school of economics," Londres, 13 janvier (www.federalreserve.gov).
- [6] Blot C., Mathieu C., Riffart C. et Schweisguth D. (2011), "Politiques monétaires : panser l'avenir," *Revue de l'OFCE*, n°113, avril.
- [7] Blot C. et Riffart C. (2011), "politiques monétaires : à hue et à dia," département analyses et prévisions de l'OFCE, *Revue de l'OFCE*, n°117, avril.
- [8] Brand T. (2011), "l'impact de la crise sur la conduite des politiques monétaire et budgétaire," *document de travail*, département économie et finances, n°2011-04, septembre.
- [9] Couppey-Subeyran J. (2012), "les banques centrales au défi de l'après crise," CEPII, *L'Economie Mondiale*, coll. « repères ».
- [10] Drumetz F. et Pfister C. (2010), "*Politique monétaire*," Editions de Boek, pp. 187-199.
- [11] Eggertson G., Woodford M. (2003), « The zero bound on interest rate and optimal monetary policy".
- [12] Goodfriend M. (2000), "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy," *Journal of Money, Credit, and Banking*, no. 32, part 2, November.
- [13] Krugman P. (2000), "Thinking About the Liquidity Trap," *Journal Of The Japanese and International Economies* 14, 221-237, October.
- [14] Metzler, Alan. H. (1995), "Monetary, Credit and Other Transmission Processes: A Monetarist Perspective," *Journal of Economic Perspectives*.
- [15] Natixis (2011), "Peut-on parler réellement de reprise économique aux Etats-Unis et dans la zone Euro ?," *Flash éco*, Natixis, 19 mai.
- [16] Natixis (2010), "Dans quelles conditions le Quantitative Easing permet-il de sortir de la déflation ?," *Natixis*, n°346, 15 juillet.