

Politiques monétaires : a-t-on trouvé la sortie ?

Jusqu'à présent, les banques centrales ont accompagné l'ouverture des déficits publics, laissant enfler leur bilan pour contenir les taux de marché par des injections de liquidités et des achats de titres.

Aujourd'hui certains pensent qu'on se rapproche de la « sortie », puisque certaines de ces mesures arrivent à échéance.

Or, les déficits se creusent toujours. Doit-on craindre une remontée des taux pour autant ? Nous ne le pensons pas.

Analysant l'impact des mesures quantitatives sur les bilans de la Fed, la BCE et la BoE, nous voyons effectivement que la structure des bilans banques centrales sera amenée à évoluer dans les prochains mois. Rien ne permet toutefois d'avancer aujourd'hui que la taille des bilans sera réduite. Le degré d'accommodation de la politique monétaire ne changera guère.

Au-delà de ces aménagements bilanciaux, deux développements pourraient véritablement ouvrir la porte de sortie et permettre d'envisager la réduction de la taille du bilan des banques centrales :

- *Un retour de l'inflation anticipée, or celle-ci est hors de propos dans le contexte actuel de très forte sous-utilisation des capacités ;*
- *Un redémarrage du crédit et, là-aussi, nous montrons que les conditions sont loin d'être réunies.*

La porte de sortie n'est pas encore ouverte.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Sylvain Broyer

Nathalie Dezeure

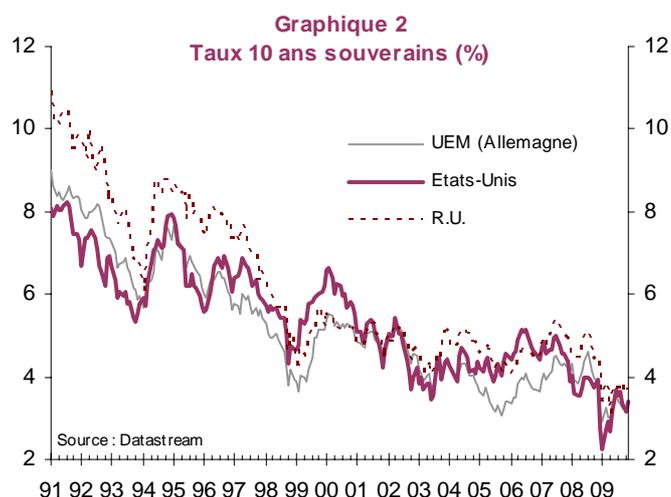
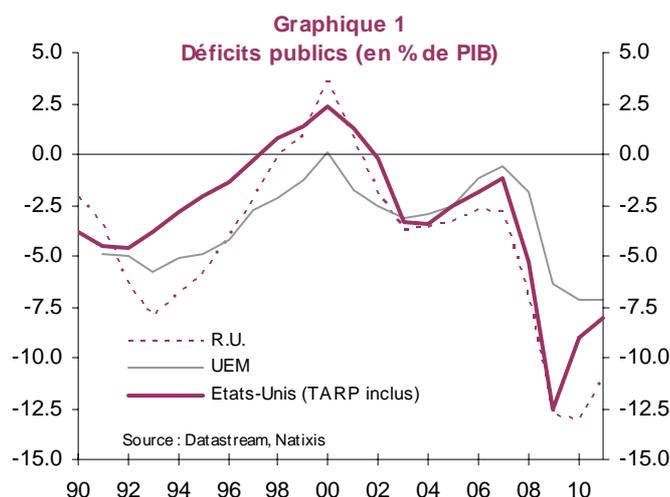
Inna Mufteeva

Cédric Thellier

Les banques centrales laisseront-elles remonter les taux de marché en réduisant la taille de leur bilan ?

Les gouvernements ont répondu à la crise par une très large ouverture des déficits publics (**graphique 1**).

Cette injection de revenus dans le circuit économique (transferts sociaux, plans de relance), atténuant la récession économique, aurait dû conduire à une forte remontée des taux d'intérêt. Or, celle-ci ne s'observe aucunement (**graphique 2**).



Sans remontée des taux, la politique fiscale développe donc un effet maximum sur la croissance, et ce bon résultat doit être mis au crédit de la politique monétaire.

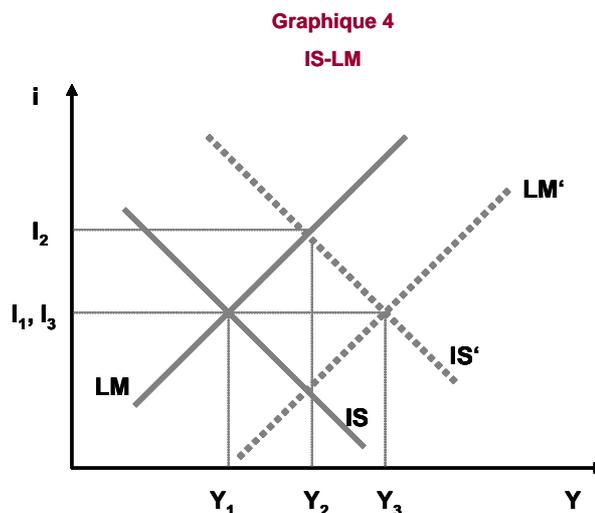
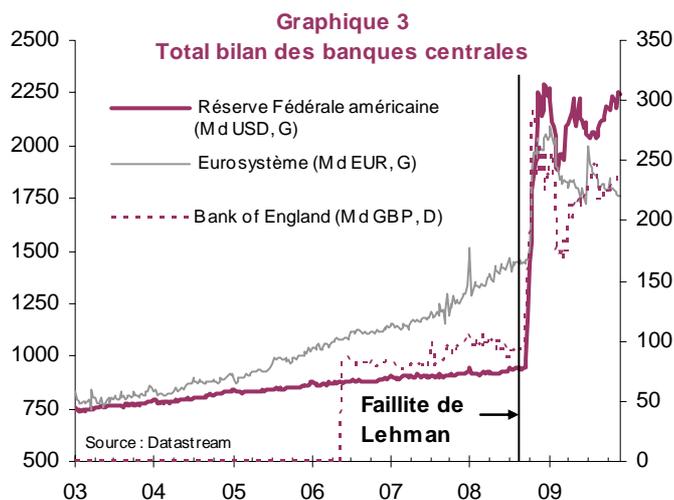
Au-delà des baisses conventionnelles de taux directeurs, les banques centrales ont en effet accompagné l'ouverture des déficits publics par des injections de liquidités et des programmes d'achats de titres (**tableau 1**), contenant les taux de marché mais laissant fortement enfler leur bilan (**graphique 3**).

La gestion de la crise s'opère donc dans le plus pur cadre du modèle IS-LM, où un choc monétaire positif (déplacement de la courbe LM vers la droite par augmentation de l'offre de monnaie) accompagne un choc fiscal positif (déplacement de la courbe IS vers la droite, **graphique 4**). Les banques centrales ont été coopératives.

Tableau 1 - achats d'actions et dettes par les banques centrales (Mds USD)

	Actions	Ban- caires	Cor- porate	Agences	Souve- raines	Total % du PIB
BCE	-	87	-	-	-	0.7
Fed	-	-	-	1425	300	12.2
BoE	-	-	80	-	240	13.9
BoJ	10	-	10	-	18	0.8
BNS	-	secret	secret	-	-	
Total	10	87	90	1425	558	6.3

Sources: Reuters, Natixis



Aujourd'hui se rapproche l'échéance où les mesures non conventionnelles des banques centrales s'éteindront (**tableau 2**), tandis que les déficits se creusent encore. Une remontée des taux en serait la conséquence : si les banques centrales ramenaient aujourd'hui leur bilan à la taille de 2008 sans que les déficits ne soient réduits, les taux de marché augmenteraient de 2,5% au Royaume-Uni, 1,9% aux Etats-Unis et 0,5% en Zone euro.¹

Tableau 2 - Extinction prévisible des mesures non conventionnelles de politique monétaires

	02/2010	03/2010	06/2010	12/2010	Au delà
FED	CPFF (Commercial Paper Funding Facility)	Asset purchase program (MBS et dette d'agences) Degré actuel de réalisation: 775 / 1250 Mds USD pour les MBS 148 / 175 Mds USD pour Agences	TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) Degré actuel de réalisation: 44 / 200 Mds USD		
ECB			Programme d'achat de covered bonds Degré actuel de réalisation: 25 / 60 Mds EUR	ORLT 12 mois	
BoE					Asset Purchase Facilities Total: 200 Mds GBP Special Liquidity Scheme (jusqu'en janvier 2012) Total: 185 Mds GBP

Source: Natixis

¹ La hausse des taux économisée grâce à l'augmentation du bilan des banques centrales sur l'ouverture des déficits publics dépend de la pente de la courbe LM. Elle est donnée par l'élasticité des taux d'intérêt à une variation du revenu nominal. Celle-ci varie d'une économie à l'autre et est logiquement d'autant plus forte que l'économie est endettée. Nous pouvons estimer la pente LM (78 observations trimestrielles couvrant la période de 1990 à 2009) à 0,44 pour le Royaume-Uni, 0,26 pour les Etats-Unis et 0,12 pour la zone euro.

Nous faisons ici le point sur l'ensemble des mesures mises en place par la Fed, la BCE et la BoE pendant la crise, en mettant en évidence leur effet sur la taille du bilan des banques centrales. Ceci nous amène à identifier dans quelle mesure la « sortie » réduira véritablement les bilans banques centrales et poserait donc un risque de remontée des taux. A la lumière des dernières décisions annoncées par ces institutions, nous verrons également de quelles façons elles devraient gérer, le cas échéant, la sortie de ces mesures d'assouplissement quantitatif.

1/ La fed et son « Alphabet soup »

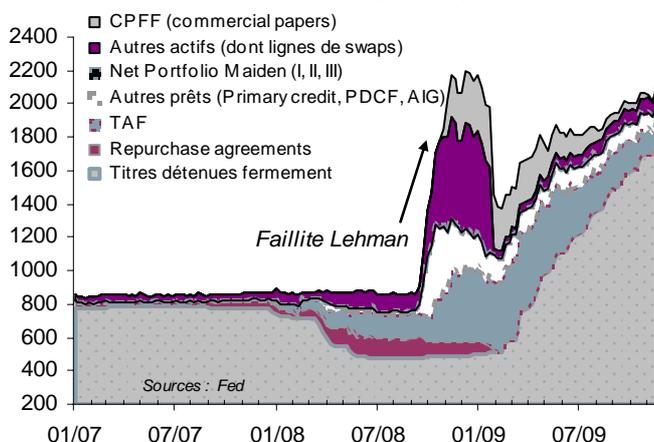
Aux Etats-Unis, la Fed a mis en place de nombreuses mesures non-conventionnelles de politique monétaire afin d'injecter de la liquidité et soutenir certains marchés (interbancaire, repo, des ABS et des MBS, des commercial papers) et institutions financières (primary dealers, mutual funds, fonds monétaires), et prévenir un effondrement des institutions financières qui posaient un risque systémique. L'ensemble de ces mesures peut être représenté dans la classification des actifs du bilan proposée par Ben Bernanke dans son discours du 8 octobre 2009 (voir l'**annexe** pour les détails) :

- Programmes des prêts à court terme aux institutions financières (TAF, PDCF, ABCP MMMF, MMIFF, accords de swap, fenêtre d'escompte modifiée) ;
- Programmes des prêts ciblés (TALF et CPFF) ;
- Programmes d'achat de titres (du Trésor et des agences, de MBS) ;
- Les prêts d'urgence (Bear Sterns, AIG).

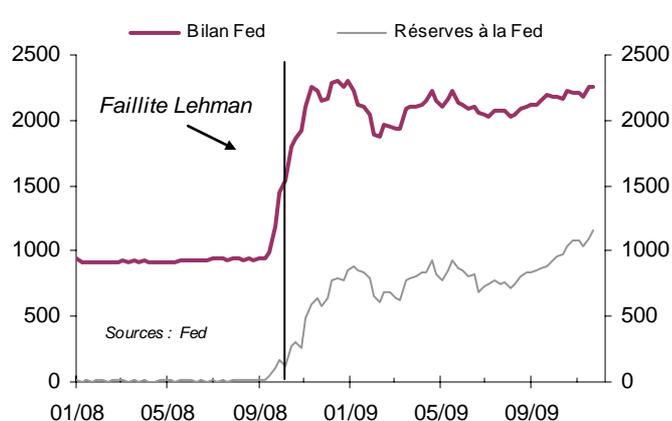
Effets sur le bilan de la Fed

Le bilan de la Fed a exceptionnellement augmenté en conséquence de la mise en place de ces mesures surtout suite à la faillite de Lehman (**graphique 5**). En décembre 2008, presque tous les programmes proposés étaient utilisés et la taille du bilan de la Reserve Fédérale avait atteint \$2,3 trillions. Du côté des passifs, l'abondance de la liquidité a laissé fortement augmenter les réserves des banques commerciales à la Fed (**graphique 6**).

Graphique 5
Actif de la Fed (en Md\$)



Graphique 6
Etats-Unis: Bilan Fed et Réserves (Md\$)



Actuellement, plusieurs programmes sont déjà achevés et certains ne sont plus utilisés (les actifs sont à 0 dans le bilan de la Fed, **tableau 3**), ce qui a fait reculer temporairement la taille du bilan jusqu'au moment où il a « enflé » de nouveau par les achats de titres.

Tableau 3
Bilan de la Fed, 2249Md\$, 25 novembre 2009

ACTIF		PASSIF	
Titres détenus fermement	1 785	Billet en circulation	920
Dont titres du Trésor	777	Reverse repo	58
Dont agences	154	Trésor, general account et SPF	41
Dont MBS	855		
Repo	0		
TAF	101		
Prêts	108		
Dont le TALF	44		
Dont le primary credit	20		
Dont le PDCF	0		
Dont le ABCP MMMF	0		
CPFF	15	Autre passif et capital	74
Bear Sterns, AIG	65	Réserves	1 156
Swaps	26	Total	2 249
Autres actifs	148		
Total	2 249		

Source: Fed

** les chiffres sont arrondis*

Nous utilisons la classification présentée plus haut pour étudier l'impact des mesures de la politique monétaire non-conventionnelle sur le bilan de la Fed. Nous considérons trois groupes des mesures : prêts à court terme aux institutions financières, prêts ciblés et programme d'achat de titres.

Programmes de prêts à court terme aux institutions financières

Le premier programme s'est avéré un des plus efficaces pour la réaction immédiate aux conditions détériorées (l'assèchement de la liquidité) sur les marchés. Il a apporté de la liquidité sur les marchés qui en avaient besoin, restauré la confiance des agents et assuré le fonctionnement normal du marché interbancaire, ce qui s'est traduit par le resserrement des spreads de taux monétaires.

Les actifs pris au bilan à ce titre consistent principalement en des prêts à court terme (moins de 90 jours) sécurisés par des collatéraux. Par conséquent, il n'y a pas eu ni augmentation des risques de crédit, ni pertes sur ces prêts. Depuis quelque temps, la plupart des programmes de prêts à court terme aux institutions financières ne sont plus utilisés (**graphique 7**), ce qui a entraîné une légère diminution du bilan de la Fed début 2009.

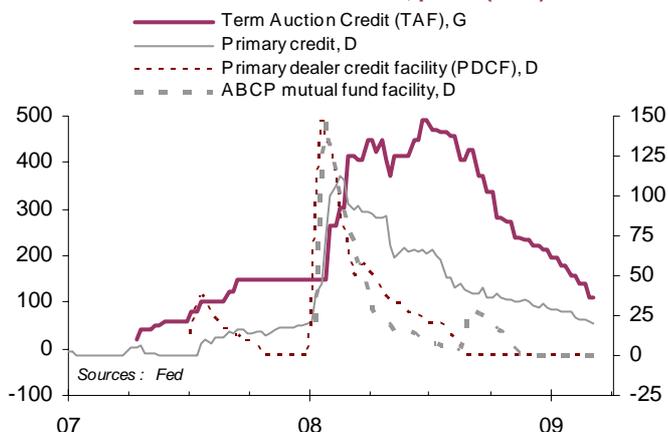
Programmes de prêts ciblés

Le TALF reste un programme largement utilisé et il fait enfler le bilan de la Fed depuis sa création (43,6Md\$ au 25 novembre 2009). Toutefois, ce programme a augmenté l'exposition au risque de crédit de la Fed sachant que les marchés de certains titres acceptés comme collatéraux ne se sont pas encore améliorés (même si l'éligibilité est limitée aux ABS - AAA).

Le CPFF n'est pour sa part presque plus utilisé : en effet, le taux des billets de trésorerie est toujours plus élevé que les taux de marché ce qui limite l'intérêt de ce programme : on voit que le montant de la CPFF dans les actifs de la Fed reste négligeable (**graphique 8**).

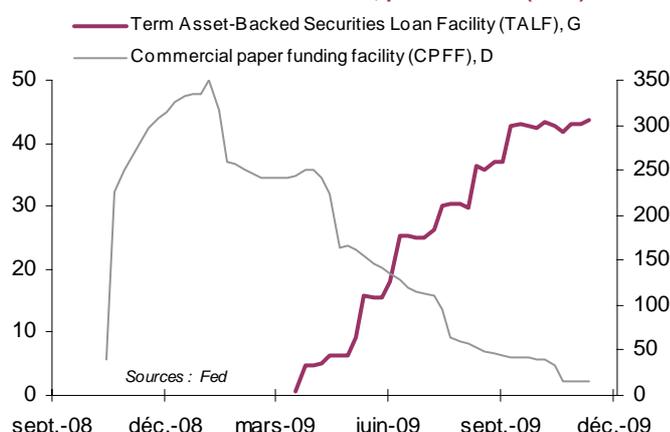
Graphique 7

Etats-Unis: bilan de la Fed, prêts (Md\$)



Graphique 8

Etats-Unis: bilan de la Fed, prêts ciblés (Md\$)



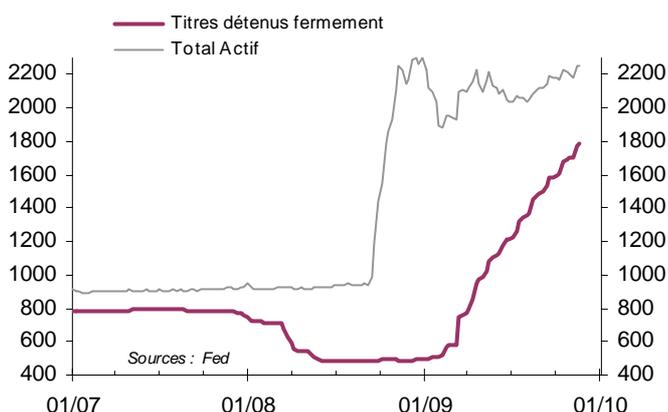
Programmes d'achat de titres

Actuellement, les titres détenus fermement constituent 79,4% du bilan de la Fed qui s'élève à 2,25 \$ trillions (tableau 4). Les titres achetés dans le cadre de ce programme représentent 58% des actifs de la banque centrale américaine. Les deux volets de ce programme (achat de dette d'agences et de MBS) ont été prolongés récemment mais arrivent à terme en mars 2010.

Au niveau de l'évolution du bilan total de la Fed on voit que les achats de titres expliquent la ré-augmentation de la taille du bilan depuis mars 2009 suite à une baisse importante en début d'année liée à la diminution des autres programmes (graphiques 9 et 10).

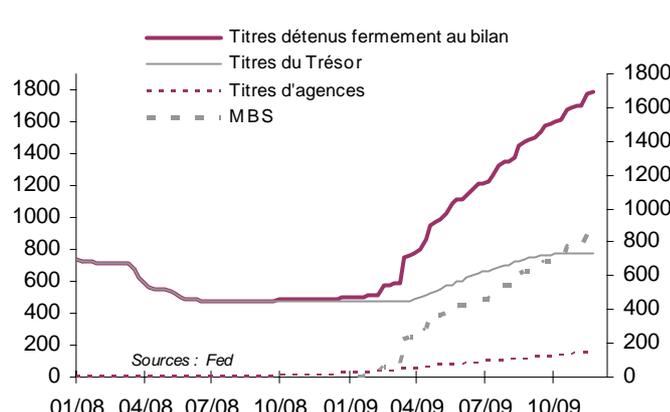
Graphique 9

Etats-Unis: bilan de la Fed (Md\$)



Graphique 10

Fed: titres détenus fermement au bilan (Md\$)



Comme on l'a vu plus haut, les programmes de prêt à court terme qui ont eu pour objectif le soutien immédiat des marchés en besoin de liquidités sont presque terminés (soit par l'extinction naturelle soit n'étant plus utilisés). Cependant, les programmes de soutien des marchés de titres (surtout des ABS, RMBS et CMBS) ont toujours le potentiel de contribuer à l'augmentation du bilan de la Fed (**tableau 4**).

Tableau 4
Bilan de la Fed: titres détenus fermement (Md\$), au 25 novembre 2009

	Titres du Trésor	Dettes des agences	MBS	Total	Actifs totaux
Limite d'achat	300	175	1 250	1 725	
Dans le bilan	776,5*	154	855	1 785	2 249
% des actifs	34,5	6,8	38	79,4	100

Source: Fed

*Dont 300Md\$ achetés au cours du programme

Exit strategy : un passage graduel vers les politiques conventionnelles accommodantes

Toutes choses égales par ailleurs la Fed s'est engagée à acheter 25 Md\$ de la dette des agences et 400 Md\$ de MBS. En même temps, puisque le montant des fonds de TALF accordés est loin de sa limite (43,6 Md\$ sur 200 Md\$ autorisés) il est probable que cette facilité sera encore utilisée. Par conséquent, il n'y a guère de raison pour la Fed de réduire son bilan d'une manière significative au moins jusqu'à mi-2010, même si les autres programmes arrivent à leur terme.

En revanche, la structure du bilan pourrait se déformer, surtout du côté du passif.

Ben Bernanke a mentionné une approche possible pour passer au resserrement monétaire avant la hausse du taux directeur : une modification du taux de la rémunération des réserves (actuellement à 0,25%) avec les mesures (conventionnelles) pour dégonfler les réserves excessives des banques :

- Les « reverse-repos » : la vente de titres de portefeuille de la Fed avec l'engagement de les racheter à un moment donné, ce qui va réduire les réserves dès que les acheteurs transfèrent leur « cash » des banques à la Fed.
- Les dépôts à terme pour les banques qui peuvent réduire la liquidité disponible sur le marché des fed funds ;
- La vente d'une partie des titres détenus fermement dans le bilan sur le marché ;
- La réactivation du Supplementary financing program du Trésor (la vente des titres du Trésor pour placer les liquidités obtenues sur le compte à la Fed) : ceci peut également diminuer les réserves des banques sans impacter le bilan.

Il nous paraît donc probable qu'après la fin de tous les programmes non-conventionnels, la Fed va toujours maintenir une grande taille du bilan en préparant une transition graduelle vers le resserrement monétaire. Toutefois, ces perspectives sont assez éloignées et nous n'anticipons aucun changement du taux directeur au moins avant mi-2011.

2/ Les mesures non conventionnelles prises par la BCE

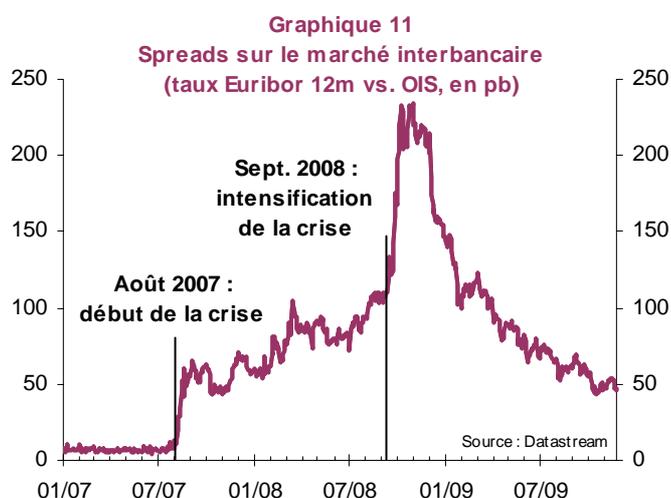
Face à la crise, la BCE a été particulièrement réactive. Parallèlement à la baisse conventionnelle des taux directeurs, historique tant dans l'ampleur du mouvement que dans sa rapidité (325 pb entre octobre 2008 et mai 2009), l'institut a adopté cinq mesures non standards, qu'il définit comme un « soutien renforcé au crédit » :

- la fourniture illimitée et à taux fixe de monnaie centrale auprès des banques commerciales, qui répond aux désordres du marché monétaire et vise à atténuer la crise de liquidité bancaire.

- l'extension de la liste des actifs éligibles aux collatéraux, pour faciliter le refinancement d'actifs devenus moins liquides dans le contexte de crise financière.
- l'allongement de la maturité des opérations de refinancement à long terme (jusqu'à 12 mois) doit permettre de diminuer les contraintes bilancielle des banques et ainsi soutenir la distribution de crédit à l'économie.
- le renforcement des apports de liquidité en devises avec en particulier la signature d'accords de swaps de change entre les principales banques centrales (Fed, BoE, BoJ, BNS).
- enfin, le programme d'achat ferme d'obligations sécurisées pour raviver ce marché et contribuer à améliorer le financement des banques par effet de contagion.

Quel impact sur le bilan de l'Eurosystème ?

En conséquence des réponses de politique monétaire conventionnelle et non standard aux turbulences financières qui ont débuté à l'été 2007, la taille et la composition du bilan de l'Eurosystème se sont sensiblement modifiées. Ainsi, entre juillet 2007 et décembre 2008, le bilan a augmenté de 75%, passant de moins de EUR 1200 Mds à plus de 2000 Mds. Parallèlement à l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires (**graphique 11**), et nonobstant la première ORLT 12 mois de juin dernier, il a diminué de 15% depuis le début de l'année et s'affiche aujourd'hui à 1760 Mds (**graphique 12**).



Nous structurons l'analyse de l'impact sur le bilan en fonction du type de mesures non standards. La classification retenue est la suivante :

- Mesures liées aux opérations de refinancement (fourniture illimitée de liquidité à taux fixe, liste élargie des collatéraux, allongement de la maturité des opérations)
- Apport de liquidité en devises
- Achat direct de titres.

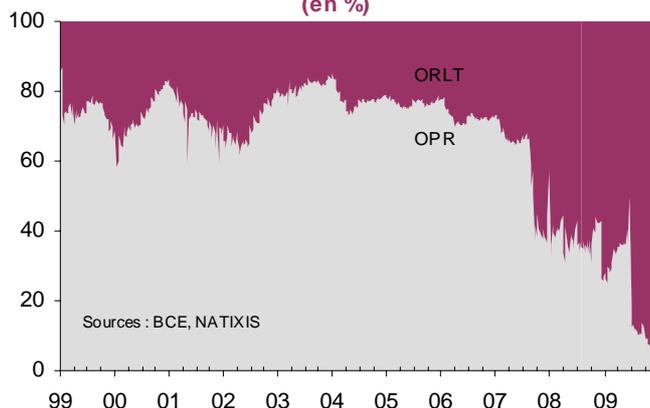
A l'actif : Les opérations de refinancement en euro

Deux phases peuvent être repérées :

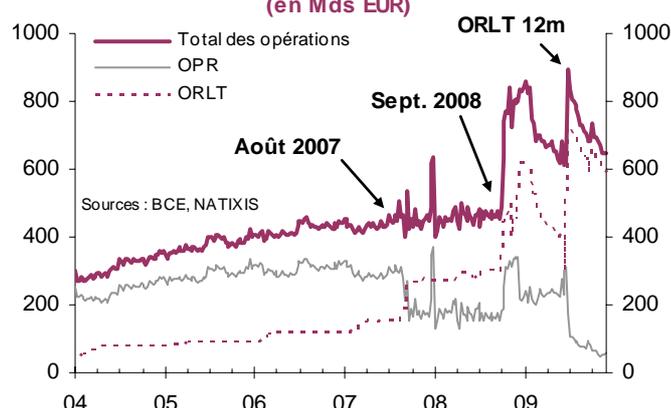
1) Avant la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008, la BCE a clairement distingué la gestion des tensions sur la liquidité de la conduite de la politique monétaire. En raison des tensions inflationnistes liées à la bulle sur les prix des matières premières, la BCE n'a donc pas abaissé ses taux directeurs, mais a en revanche multiplié les opérations de refinancement et conduit des opérations d'apport de liquidité en devises.

En particulier, la structure des opérations de refinancement du système bancaire a été sensiblement modifiée, avec une diminution du poids des OPR (opérations principales de refinancement) et une augmentation de celui des ORLT (opérations de refinancement à plus long terme, **graphique 13**), essentiellement à 3 mois. Le passage de fin d'année a été refinancé via des opérations à court terme et le gonflement du bilan à cette occasion ne fut que temporaire. Ainsi, la liquidité totale fournie au système bancaire à la veille de la chute de Lehman en septembre 2008 est proche de celle mise à disposition par la BCE avant le début des tensions à l'été 2007, soit autour de 450 Mds EUR (**graphique 14**).

Graphique 13
Structure des opérations de refinancement
(en %)



Graphique 14
Opérations de refinancement
(en Mds EUR)



2) Après Lehman, la donne change : en termes de politique conventionnelle, le fort repli du prix du pétrole met fin aux tensions inflationnistes et permet à la BCE d'enclencher un cycle de baisses marquées et rapides des taux directeurs dès le 8 octobre, passant de 4,25% à 1% en mai dernier.

Parallèlement, l'institut monétaire met une grande quantité de liquidités à disposition des banques, à la fois via les OPR et les ORLT. Ce sont ainsi près de 400 Mds EUR supplémentaires qui ont été injectés dans le système bancaire par la BCE entre mi-septembre 2008 et janvier 2009, avec un montant total de l'encours de refinancement culminant à plus de 850 Mds EUR.

Avec l'amélioration de la situation sur les marchés monétaires, la demande de refinancement via les ORLT a progressivement diminué au cours du premier semestre 2009, pour revenir à un peu plus de 300 Mds EUR mi-juin. Puis la BCE a conduit sa première ORLT à 12 mois, servant plus de 442 Mds EUR aux banques. Toutefois, la BCE a dans le même temps brutalement diminué la liquidité fournie via les OPR, celle-ci passant de plus de 300 Mds EUR à la mi-juin, à moins de 80 Mds début août (cf. graphique 14 plus haut).

Les apports de liquidité en devises

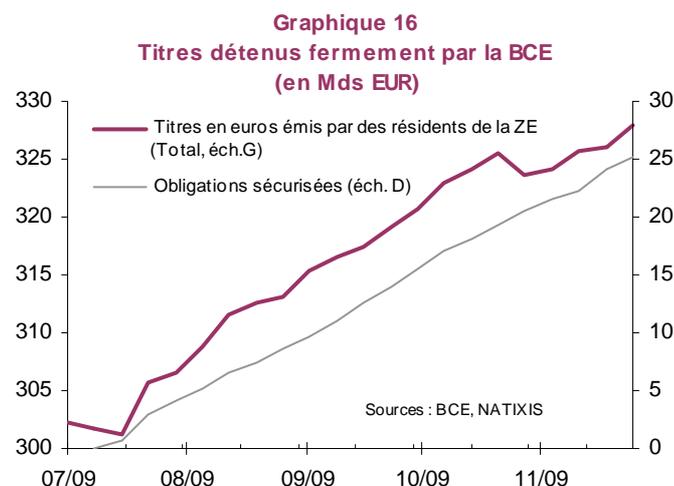
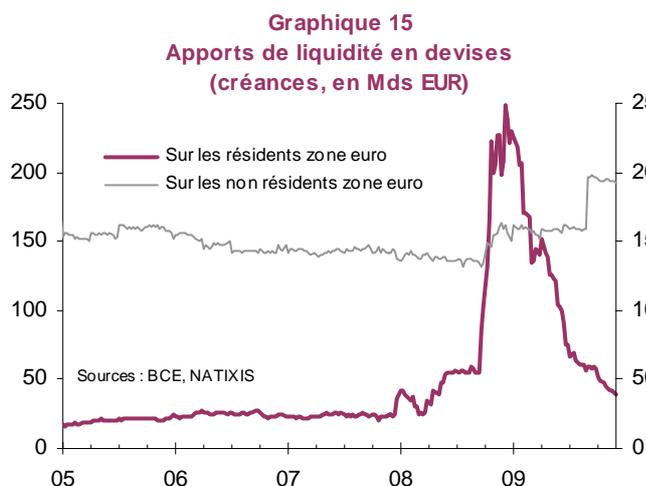
Face à la montée des besoins de financement en devises des établissements européens, l'Eurosystème a multiplié les opérations de fourniture de liquidité en particulier en USD, mais aussi en CHF. La BCE a ainsi conclu puis étendu à plusieurs reprises des accords de swaps de devises avec d'autres banques centrales (Fed, BoE, BoJ, BNS). La BCE a également activé des lignes de swap avec la Sveriges Riksbank et la Danmarks Nationalbank.

Ceci se traduit à l'actif du bilan de l'Eurosystème par un pic des créances en devises sur des résidents de la zone euro, dans une moindre mesure pour les créances sur les non résidents (**graphique 15**).

Le programme d'achat ferme d'obligations sécurisées

Afin de raviver le marché des obligations sécurisées et ainsi contribuer à l'amélioration du financement des banques, la BCE a mis en place un programme d'achat direct de ces titres. Débuté en juillet dernier, il est conduit à la fois sur les marchés primaire et secondaire. D'un montant total prévu de 60 Mds EUR (soit moins de 3,5% de l'actif total) et arrivant à échéance fin juin 2010, la BCE a pour l'instant acquis 25,8 Mds EUR de titres, inscrits à l'actif de son bilan. Ce qui représente la quasi-totalité (plus de 98%) de l'augmentation des titres en euros émis par des résidents de la zone euro détenus fermement par la BCE depuis juillet 2009 (**graphique 16**).

L'ensemble des modifications de la taille et de la composition de l'actif du bilan de l'Eurosystème est synthétisé dans le **graphique 17**.

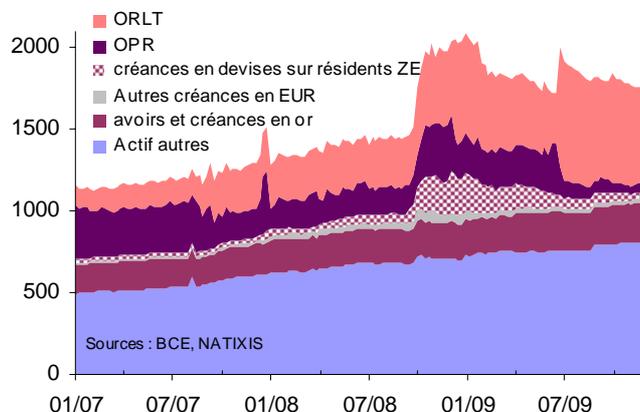


L'évolution parallèle au passif du bilan de l'Eurosystème

Du côté du passif, l'évolution la plus remarquable est le recours massif par les établissements de crédit à la facilité de dépôt, quasi inutilisée auparavant (**graphique 18**). En effet, la BCE, via le service à taux fixe et total des soumissions reçues dans le cadre de ses opérations de refinancement, a fourni le système bancaire au-delà de ses besoins théoriques, i.e. la somme des facteurs autonomes de la liquidité et des réserves obligatoires (**graphique 19**). Ce qui s'est traduit par un gonflement de la facilité de dépôt, les banques redéposant les liquidités excédentaires auprès de l'Eurosystème (**graphique 20**).

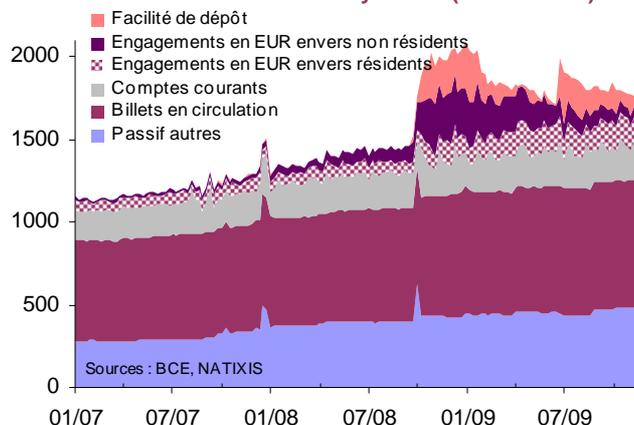
Graphique 17

Actif du bilan de l'Eurosystème (en Mds EUR)



Graphique 18

Passif du bilan de l'Eurosystème (en Mds EUR)



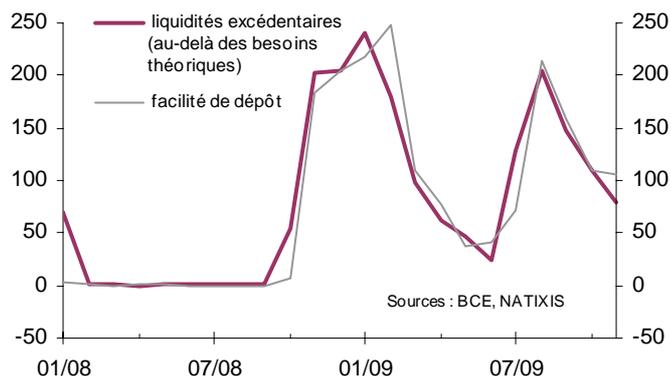
Graphique 19

Besoin de refinancement du système bancaire et fourniture de liquidités par la BCE (en Mds EUR)



Graphique 20

L'excès de liquidités est redéposé auprès de l'Eurosystème (en Mds EUR)



Quelle stratégie de sortie ?

Les récents propos des différents membres du Conseil des Gouverneurs et en particulier du Président Trichet sur la fin des ORLT à 12 mois d'une part, ainsi que l'amendement du 20 novembre dernier sur la notation des ABS d'autre part, sont parfois considérés comme synonymes de la mise en œuvre de l'exit strategy de la BCE.

Pourtant, ces deux décisions ne présument aucunement de la réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème, et donc ne signifient pas la fin de l'abondance de liquidités injectées par la BCE dans le système bancaire.

Tout d'abord, la sortie du non conventionnel apparaît comme une question de principe, les mesures exceptionnelles ayant par définition vocation à n'être que temporaires. Il en va donc finalement de la crédibilité de la BCE de ne pas donner un caractère durable au « soutien renforcé du crédit ». En tout cas par les moyens actuels. Ce qui signifie au premier chef le non-renouvellement de certaines de ces mesures. La feuille de route pour la stratégie de sortie est donc, au moins en partie, bien tracée, certaines échéances étant déjà fixées :

- La troisième ORLT 12 mois, programmée depuis le 7 mai dernier, sera conduite dans deux semaines, avec une échéance à fin décembre 2010. Cette mesure « exceptionnelle » ne sera donc pas reconduite. Cependant, la fin des ORLT à 12 mois ne signifie aucunement une diminution des liquidités mises à disposition des banques et donc un dégonflement sensible du bilan de l'Eurosystème, mais plus vraisemblablement un rééquilibrage, plus conventionnel, entre OPR et ORLT.
- Parallèlement, l'extension de la liste des actifs éligibles en collatéral aux opérations de politique monétaire sera en vigueur jusqu'à fin 2010 également. Elle ne sera, selon toute vraisemblance, elle non plus prolongée.
- Le programme d'achat d'obligations sécurisées s'achèvera fin juin 2010. S'il atteindra probablement les 60 Mds EUR prévus, on peut là encore supposer qu'il ne sera pas étendu.

Ces échéances constitueront donc des non événements.

Les accords de swap entre banques centrales concernant la fourniture de liquidité en devises sont régulièrement renouvelés, et courent pour l'instant jusqu'à fin janvier 2010. Toutefois, après le pic atteint fin 2008 (près de 250 Mds EUR), les apports de liquidité en devises auprès des résidents de la zone euro sont revenus à des niveaux pré-Lehman, et sont aujourd'hui inférieurs à 40 Mds EUR (cf. graphique 15 plus haut). Ce qui suggère que cette mesure « exceptionnelle » est de moins en moins nécessaire aux établissements de la zone euro.

Finalement, la plus forte incertitude est liée à la seule mesure qui pourrait avoir un impact significatif sur le bilan de l'Eurosystème : la conjugaison du service total des soumissions reçues dans le cadre des opérations de refinancement, et ce à taux fixe. La modification de l'une et/ou l'autre de ces conditions constituerait véritablement une sortie de la politique non conventionnelle pour la BCE. Pour l'heure, aucune sortie n'est prévisible.

Attention à l'amalgame !

Le récent durcissement des critères de prises en pension pour les ABS (deux notations nécessaires à partir de mars 2010 contre une auparavant) ne saurait en aucun cas être mis au rang des mesures de sortie. La BCE a par le passé déjà durci ces critères dans le seul but de ne pas favoriser leur émission pour motif de refinancement. Les ABS doivent selon elle rester principalement un instrument de financement de l'économie, pas des banques. Le durcissement des critères ne vise donc pas à réduire la taille du bilan de la BCE, mais simplement à diminuer le risque de crédit qu'elle prend à son bilan en prenant ce type de papier en pension.

3/ La BoE mise tout sur les achats d'actifs

Au Royaume-Uni, outre l'extension permanente des opérations de repo à long terme (augmentation des montants, de la fréquence et extension des collatéraux éligibles), deux mesures principales ont été mises en place : le Special Liquidity Scheme et l'Asset Purchase Facility.

En avril 2008, la BoE a lancé un programme de prêt de Bills contre des titres devenus illiquides : le Special Liquidity Scheme. L'objectif de ce programme est l'amélioration de la liquidité des institutions financières (banques, sociétés de crédit immobilier). A la date de clôture (30 Janvier 2009), 32 établissements ont participé à ce programme et la BoE a ainsi prêté 185 milliards£ de Bills pour une durée de 3 ans à compter de la date de clôture.

En janvier 2009, la BoE a mis en place un programme d'achat d'actifs (Asset Purchase Facility – APF). Initialement, l'APF autorisait la BoE à acheter jusqu'à 50 Mds£ de titres du secteur privé (commercial paper, corporate bonds, titres émis sous le programme Credit Guarantee Scheme CGS, prêts syndiqués et ABS créés dans des structures viables, Secured Commercial Paper). Les premiers achats de CP ont commencé le 13 février.

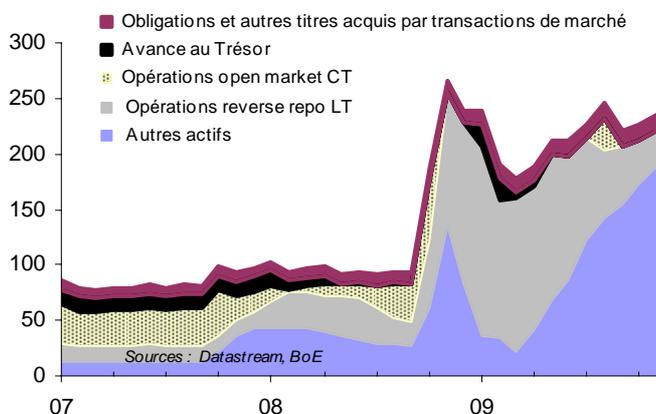
Ce programme a rapidement été élargi aux titres publics (Gilts). Ainsi, en mars 2009, la BoE a été autorisée à acheter des Gilts (dans un premier temps sur le segment 5-25 ans). Par ailleurs, la BoE a alors été autorisée à financer ces achats d'actifs via l'augmentation des réserves, à hauteur de 75 Mds£ pour un plafond fixé initialement à 150 Mds£.

Par la suite le montant du programme a été augmenté à 125 Mds£ le 7 mai, 175 Mds£ le 6 août et 200 Mds£ le 5 novembre. Par conséquent, le plafond a été relevé par deux fois de 25 Mds£ (avec l'autorisation préalable du Chancelier de l'Echiquier), en août puis en novembre.

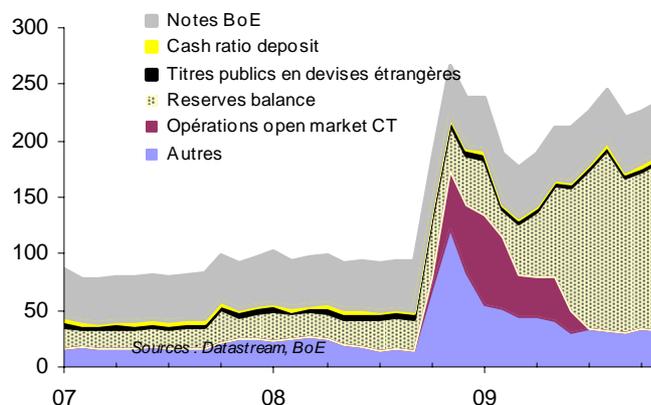
Effet sur le bilan de la BoE

Ces mesures ont provoqué une forte augmentation du bilan de la BoE (**graphiques 21 et 22**). Il est ainsi passé de 102,2Mds£ en janvier 2008 à 266,4 Mds£ en novembre 2008 au plus fort de la crise. Actuellement, le bilan de la BoE s'élève à 235,2 Mds (18 novembre).

Graphique 21
Bilan BoE: actifs



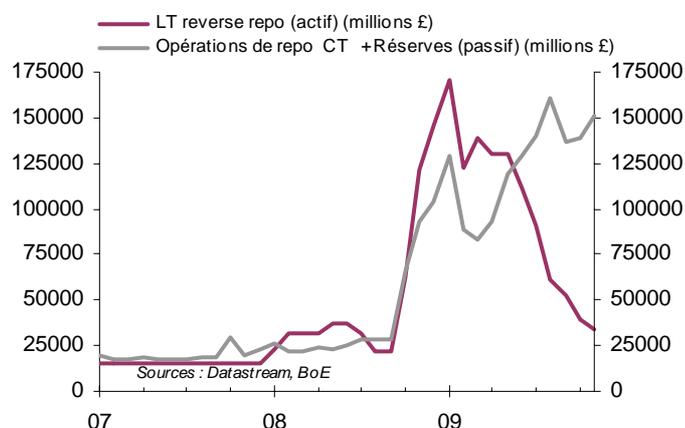
Graphique 22
Bilan BoE: passif



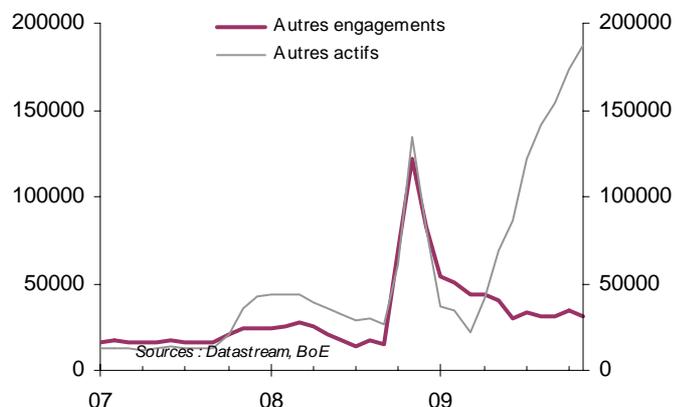
Dans le détail, l'impact des différentes mesures sur le bilan a été le suivant:

- L'extension des opérations de repo à long terme à l'actif (reverse repo LT) s'est traduite par une hausse des réserves et des opérations d'open market à court terme au passif (**graphique 23**).
- Le programme SLS a logiquement provoqué une hausse conjointe et proportionnelle des autres actifs et autres engagements (**graphique 24**).
- Enfin, l'APF se traduit par une hausse des autres actifs (à l'actif) et une hausse de réserve au passif (**graphique 25**).

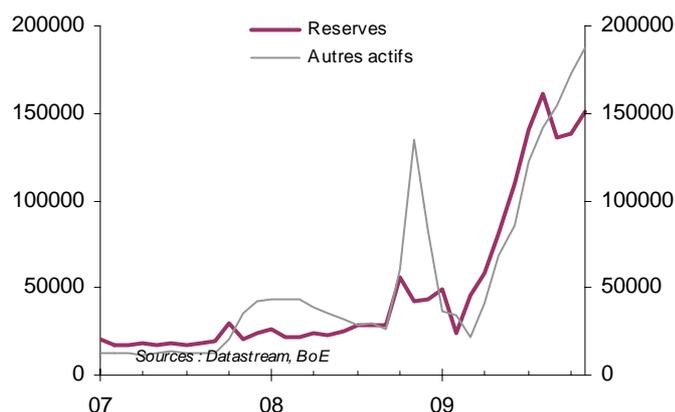
Graphique 23
Impact des opérations de repo LT sur le bilan BoE



Graphique 24
Impact du SLS sur le bilan de la BoE (millions £)



Graphique 25
Impact de l'APF sur le bilan de la BoE (millions £)



Si le détail des titres détenus par la BoE n'est pas connu, la répartition des achats de titres dans le cadre de l'APF est néanmoins disponible. Les données mettent en évidence une très forte concentration des achats sur les titres publics (**tableau 5**).

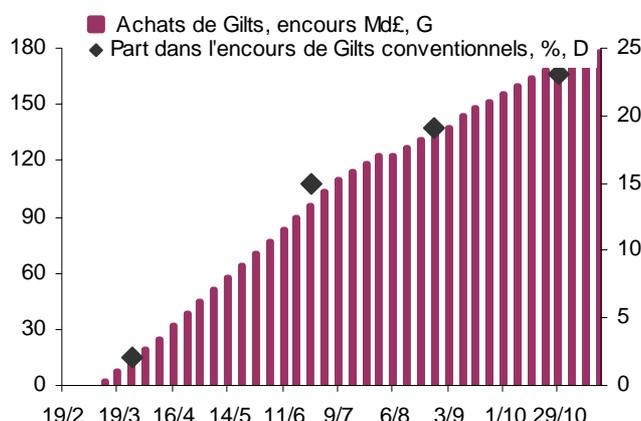
Tableau 5 : encours des achats d'actifs APF (au 20/11/09)

	Corporate Commercial paper	Corporate Bonds	Gilts	Secured commercial paper	Total
£million	588	1522	177875	0	179985
%	0,3	0,8	98,8	0	100

Source: BoE

Ainsi la BoE est devenue le principal détenteur de gilts conventionnels (i.e. non indexés) avec plus de 20% de l'encours total (**graphique 26**).

Graphique 26
Achat de Gilts par la BoE (APF) - Encours Mds£



Vers une nouvelle augmentation du bilan de la BoE

Au cours des dernières semaines, contrairement à la Fed et à la BCE, la BoE a annoncé de nouvelles mesures qui devraient s'accompagner d'une augmentation de son bilan.

D'une part, la gamme des actifs éligibles pour les opérations de repo à long terme a encore été étendue le 25 septembre dernier.

D'autre part, lors du comité de politique monétaire de novembre, la BoE a annoncé une nouvelle augmentation du plafond de l'APF de 25 Mds£, à 200 Mds£.

Cette décision se justifie notamment par l'annonce d'un besoin de financement de l'Etat pour l'exercice fiscal 2009-2010 plus important que prévu. En effet, la finalisation du plan d'aide aux banques RBS et Lloyds annoncé début novembre implique un surcoût de l'ordre de 13 Mds£ (achats d'actions de Lloyds et RBS), compensé seulement en partie par les recettes provenant de la vente d'actions préférentielles de Lloyds en juin dernier (*a priori* autour de 4 Mds£).

La question de l'exit strategy n'est pas d'actualité

La BoE est donc encore loin de prévoir une stratégie de sortie des mesures d'assouplissement quantitatif. Compte tenu du montant colossal des Gilts détenus via l'APF, cette sortie ne pourra de toute façon être que progressive et sans doute conditionnelle à une amélioration des finances publiques. Dans le cas contraire, le retour sur le marché des Gilts détenus par la BoE risquerait d'entraîner une hausse brutale des taux d'intérêt, une situation que la BoE cherche à éviter à tout prix.

En fait, la BoE pourrait encore aller plus loin, en augmentant une fois de plus le montant de l'APF. Lors de son audition devant le Comité du Trésor (24 novembre), Mervyn King a d'ailleurs annoncé qu'une hausse de l'APF n'était pas à exclure.

En particulier, si de nouvelles mesures de consolidation des finances publiques ne sont pas annoncées lors de la présentation du budget (le 9 décembre), la BoE pourrait bien être obligée d'augmenter à nouveau l'APF afin d'acheter des Gilts et d'éviter une tension des taux longs.

4/ Quels signaux pour la fin des politiques monétaires quantitatives

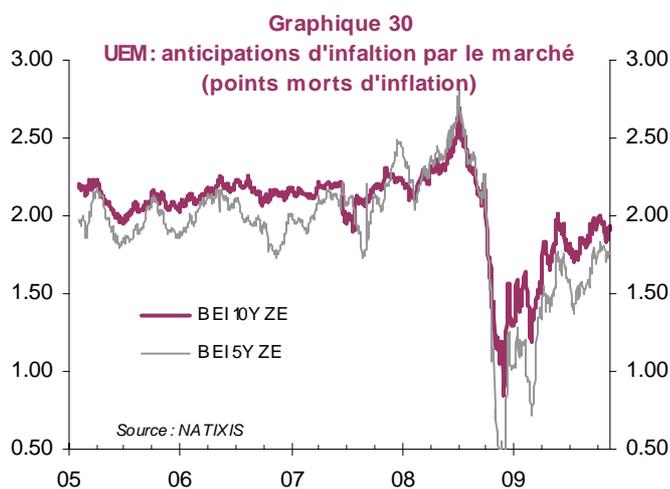
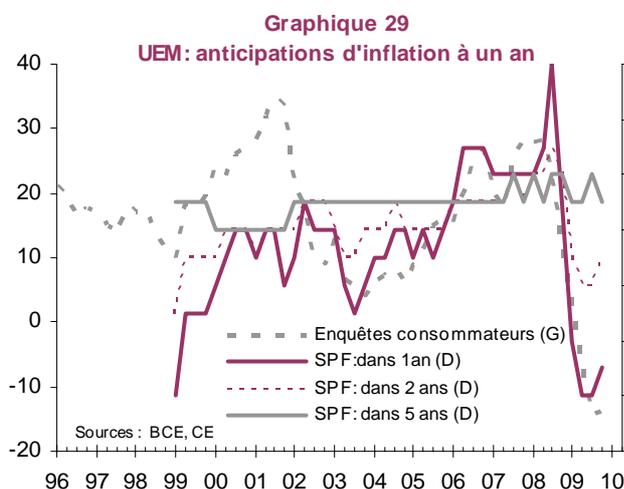
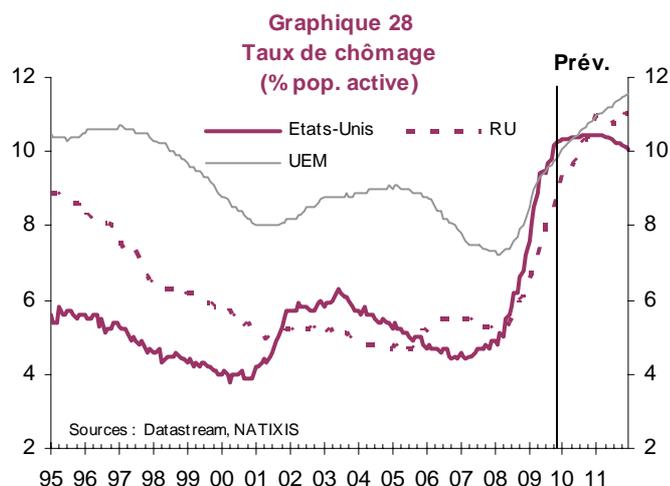
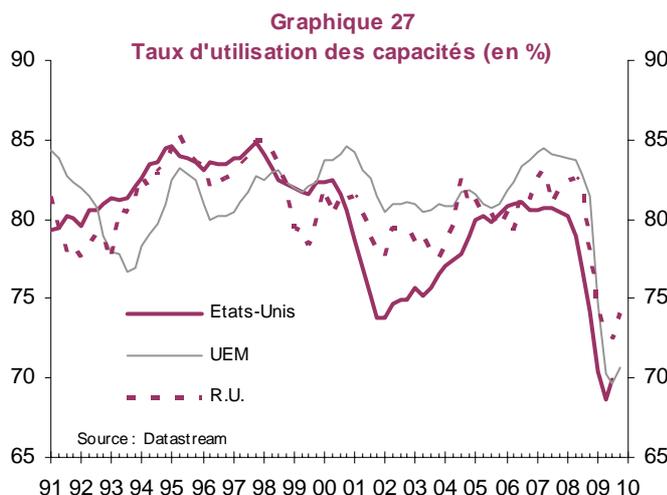
L'étude du bilan des trois banques centrales le montre donc bien : si la structure du bilan des banques centrales est amenée à évoluer dans les prochains mois, avec l'extinction progressive de certaines mesures, la complétude de certaines autres, rien ne permet de croire aujourd'hui que la taille du bilan sera réduite significativement.

Le degré d'accommodation de la politique monétaire ne changera donc pas et les taux ne remonteront pas.

Au-delà de ces aménagements bilanciaux, deux développements exigeront un vrai durcissement monétaire et donc la réduction du bilan des banques centrales :

- Une hausse de l'inflation anticipée, notamment un désancrage vis-à-vis des cibles banques centrales ;
- Une hausse du crédit.

Dans un contexte de très forte sous-utilisation des capacités productives (**graphique 27 et 28**), et d'absence de nouvelle bulle sur les matières premières, on peut faire l'économie pour l'heure d'une étude détaillée des anticipations d'inflation (**graphiques 29 et 30**). Nous regardons en revanche attentivement le cycle de crédit.

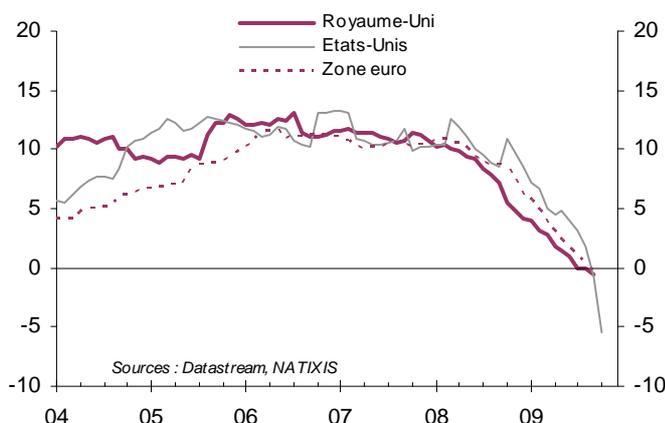


Des injections de liquidités record jusqu'ici inefficaces sur le crédit

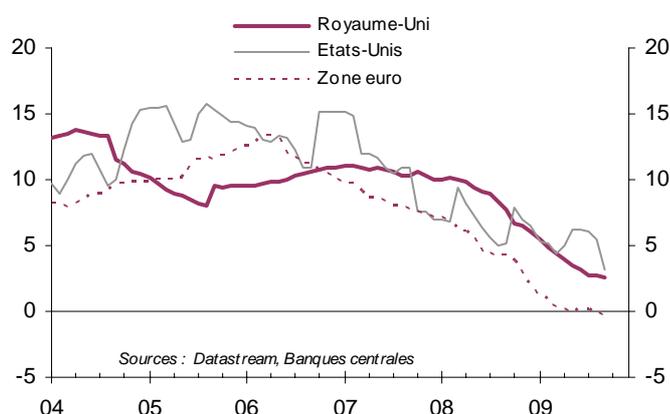
Les injections de liquidités sont exceptionnellement élevées avec une hausse du bilan des banques centrales depuis début 2008 qui représentent 9,2 points de PIB aux Etats-Unis, 7 pts dans la Zone Euro et 9,5 pts au Royaume-Uni.

Malgré ces injections massives de liquidités, l'encours de crédit bancaire a continué de ralentir au cours des derniers mois (**graphique 31**). Les dernières données montrent qu'en septembre le crédit était en baisse dans les trois zones considérées (-0,5% au Royaume-Uni, -0,7% aux Etats-Unis et -0,4% en Zone euro). Aux Etats-Unis, la baisse s'est sensiblement accentuée en octobre (-5,4%).

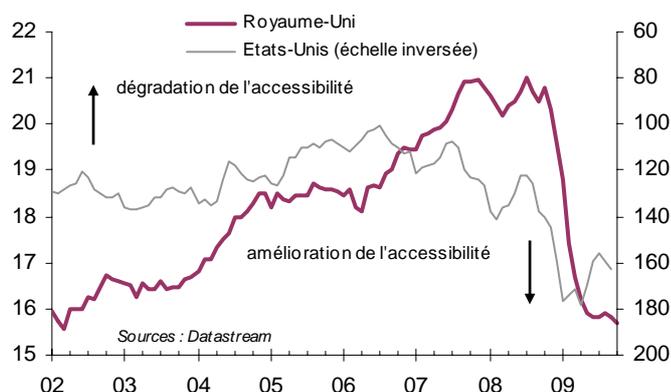
Graphique 31
Crédit bancaire au secteur privé (% GA)



Graphique 32
Crédit immobilier (% GA)

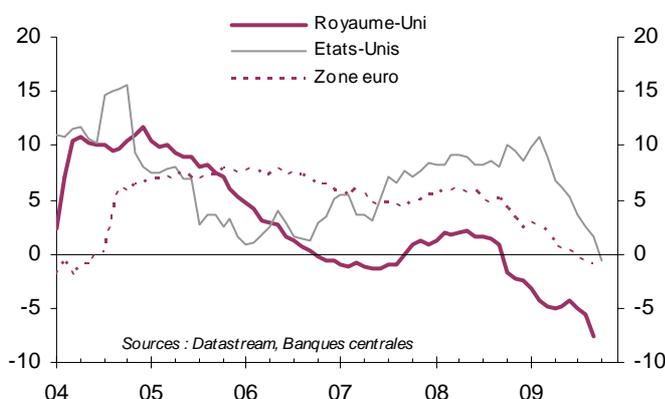


Graphique 33
Indice d'accessibilité : achat d'un bien immobilier

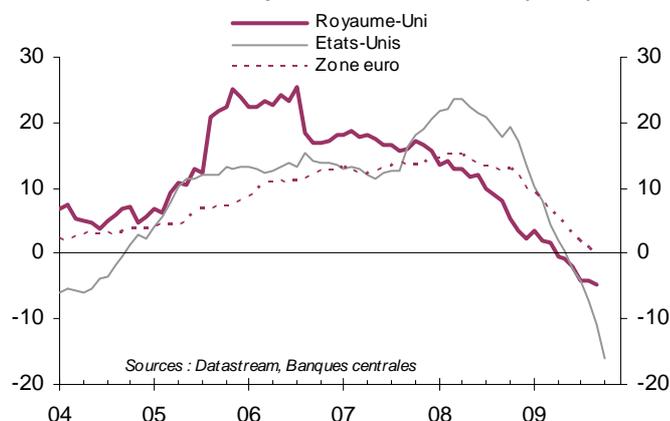


Le crédit immobilier continue à progresser au Royaume-Uni et aux Etats-Unis (**graphique 32**). La nette amélioration de l'indice d'accessibilité, due à la baisse combinée des prix immobiliers et des taux d'intérêt, particulièrement prononcée au Royaume-Uni, et les mesures d'aide aux primo-accédants aux Etats-Unis ont soutenu ce secteur (**graphique 33**).

Graphique 34
Crédit à la consommation (% GA)



Graphique 35
Crédit aux entreprises non financières (% GA)

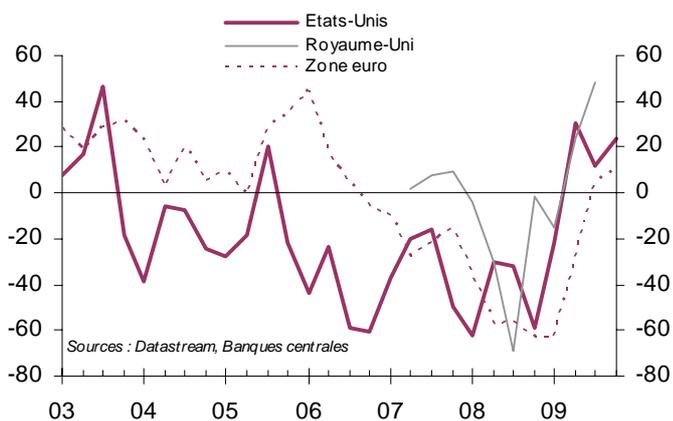


Concernant le crédit à la consommation et le crédit aux entreprises (**graphiques 34 et 35**), la tendance est, dans tous les cas, clairement baissière. La chute est particulièrement sensible au Royaume-Uni avec une baisse de respectivement -7,5% et -4,7%. Aux Etats-Unis, alors que le crédit à la consommation commence tout juste à baisser (-0,7% en octobre), le crédit aux entreprises s'est littéralement effondré au cours des derniers mois (-16,2% en octobre).

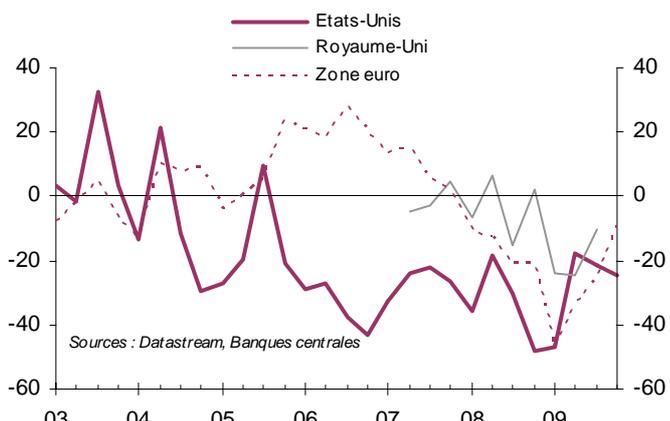
Demande et offre de crédit restent restreintes

Les enquêtes sur les conditions de crédit des différentes banques centrales, qui présentent une approche en termes de flux de crédit, sont en ligne avec ces résultats.

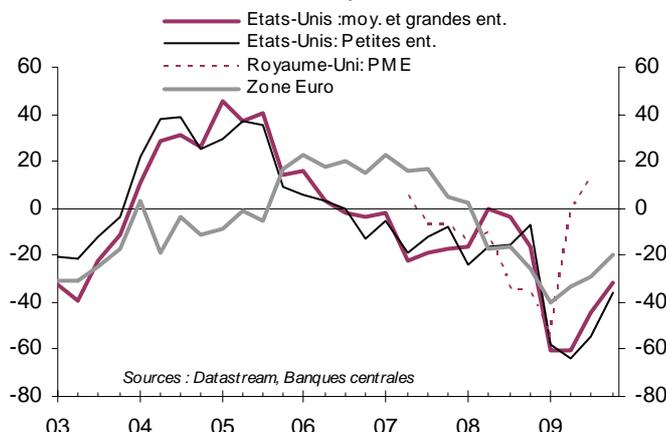
Graphique 36
Demande de crédit immobilier / trois derniers mois



Graphique 37
Demande de crédit à la conso. / trois derniers mois



Graphique 38
Demande de crédit des entreprises / trois derniers mois

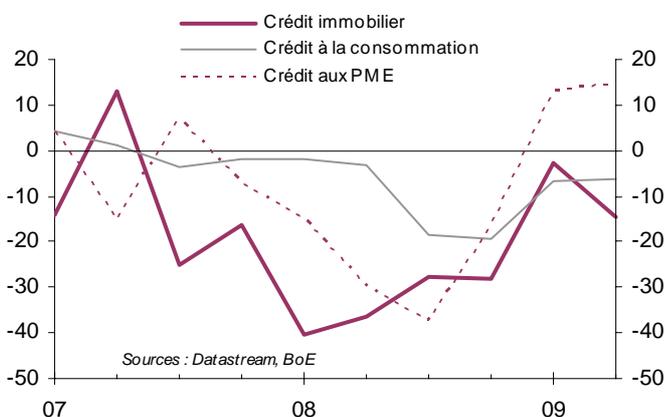


En effet, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, les banques ont signalé une augmentation sensible de la demande de crédit immobilier depuis le début de l'année, tandis que la reprise de la demande est restée modeste en Zone euro (**graphique 36**).

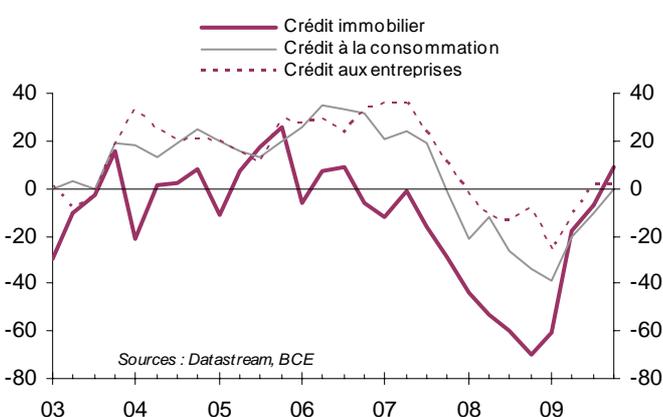
Du côté du crédit à la consommation, une baisse de la demande a été reportée dans toutes les zones considérées (**graphique 37**). Enfin, concernant le crédit aux entreprises, seul le Royaume-Uni signale une hausse de la demande, une évolution qui s'explique principalement par la reconduite ou la restructuration des facilités en cours (**graphique 38**).

Par ailleurs, les perspectives de demande de crédit immobilier au cours des 3 prochains mois (disponibles pour le Royaume-Uni et la Zone Euro) apparaissent plus mitigées. L'enquête CCS de la BoE annonce en effet une nouvelle baisse de la demande de crédit immobilier alors que la demande de crédit à la consommation devrait continuer de se replier (**graphique 39**). En Zone euro le panorama apparaît moins dégradé. La baisse du crédit à la consommation et du crédit aux entreprises semble s'être stabilisée tandis qu'une légère reprise du crédit immobilier est attendue (**graphique 40**).

Graphique 39
RU: Demande de crédit / perspectives à 3 mois



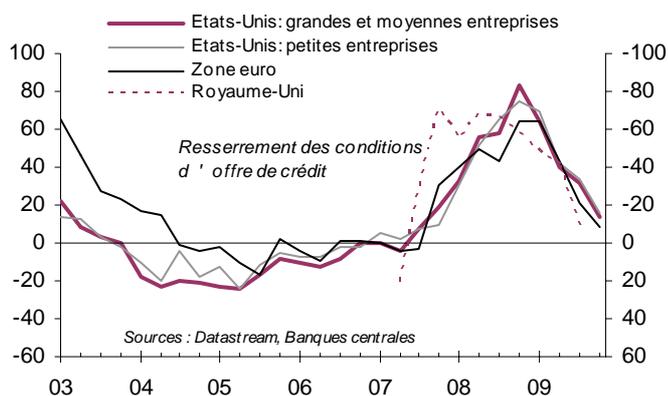
Graphique 40
ZE: Demande de crédit / perspectives à 3 mois



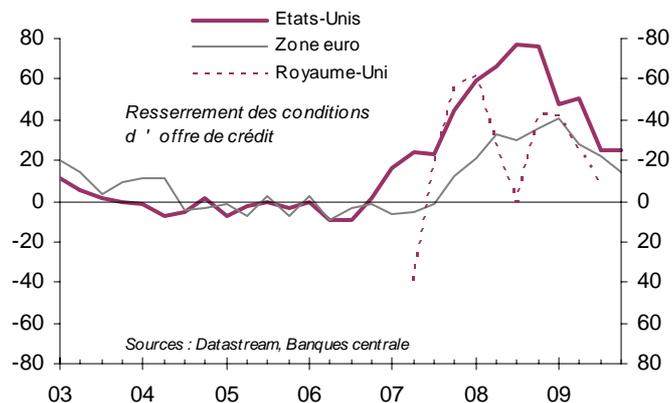
Outre le besoin de désendettement du secteur privé, surtout au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, la demande de crédit est également contrainte par des conditions de crédit particulièrement restrictives.

En effet, dans toutes les zones considérées, le nombre de banques signalant un resserrement des conditions de crédit a continué d'augmenter et ce, pour tous les types de crédit (**graphiques 41 à 43**).

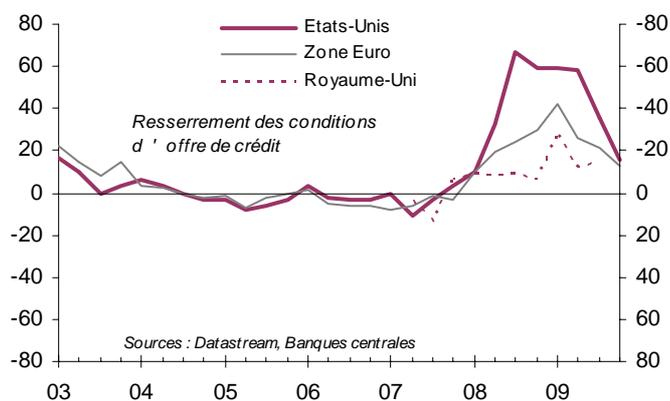
Graphique 41
Conditions de crédit / 3 derniers mois :
crédit aux entreprises



Graphique 42
Conditions de crédit / 3 derniers mois :
crédit immobilier



Graphique 43
Conditions de crédit / 3 derniers mois :
crédit à la conso.



Synthèse : La sortie n'est pas encore là

Jusqu'à présent, les banques centrales ont accompagné l'ouverture des déficits publics, laissant enfler leur bilan pour contenir les taux de marché par des injections de liquidités et des programmes d'achats de titres.

Aujourd'hui certains pensent qu'on se rapproche de la « sortie », puisque certaines de ces mesures de politique monétaire arrivent à échéance. Or, les déficits se creusent toujours. Risque-t-on pour autant une remontée des taux ? Nous ne le pensons pas.

Ayant analysé l'impact des mesures quantitatives sur le bilan de la Fed, la BCE et la BoE, l'extinction progressive de certaines mesures non conventionnelles, et la complétude de certaines autres, on voit effectivement que la structure des bilans banques centrales sera amenée à évoluer dans les prochains mois. Mais rien ne permet d'avancer aujourd'hui que la taille des bilans en sera réduite. Le degré d'accommodation de la politique monétaire ne changera donc guère.

Au-delà de ces aménagements bilanciaux, deux développements pourraient véritablement ouvrir la porte de sortie et permettre d'envisager la réduction de la taille du bilan des banques centrales :

- Un retour de l'inflation anticipée, or celle-ci est hors de propos dans le contexte actuel de très forte sous-utilisation des capacités ;*
- Un redémarrage du crédit, et là aussi nous montrons ici que les conditions sont loin d'être réunies*

Annexe

Liste des mesures non conventionnelles de la Fed :

1. Programmes des prêts à court terme aux institutions financières

1.1 Les prêts aux institutions de dépôt:

A. **Le fenêtré d'escompte** avec 3 types de prêts :

Le «primary credit» (le plus utilisé) est le prêt collatéralisé à court terme (d'habitude overnight) accordé à une institution de dépôt en bonne santé. Au cours de la crise la Fed a réduit l'écart entre le taux d'escompte et l'objectif du taux Fed funds de 100pb à 25pb. Elle a également élargi l'échéance maximale des prêts à 90 jours qui a été réduite à 28 jours le 17 novembre 2009 puisque l'échéance moyenne des dettes octroyées s'élève à 15 jours.

Le «secondary credit» - prêts collatéralisés à court terme accordés aux institutions de dépôt qui n'ont pas accès au programme du «primary credit».

Le «seasonal credit» -prêts qui soutiennent de petites banques dont les besoins de liquidité sont saisonniers. Les deux derniers types des prêts ont l'impact minimal sur le bilan de la Fed.

B. **Le TAF** (Term Auction Facility) – prêt collatéralisé à court terme (typiquement à 28 ou à 84 jours) aux montants fixes pour les institutions de dépôt. Toute institution éligible pour le «primary crédit» peut participer aux enchères des fonds du TAF. En juin 2009 la Fed a annoncé son intention de réduire à plusieurs reprises les montants des opérations au fur et à mesure que la situation sur le marché interbancaire s'améliore (ce qui est déjà le cas).

1.2 Les prêts aux primary dealers :

Le PDCF (Primary dealer credit facility) est une facilité des crédits qui fournit la liquidité sous forme des prêts collatéralisés overnight aux primary dealers.

Hormis ce programme il existe aussi trois autres mesures de soutien des primary dealers qui n'apparaissent pas dans le bilan de la Fed (seulement dans le memorandum 1A) : **les prêts de titres** – les titres fournis aux primary dealers overnight contre les collatéraux (les autres titres du Trésor) par les enchères. **Le TSLF** (Term Securities Lending Facilities) – facilité qui permet d'emprunter des titres du Trésor à 1 mois contre les collatéraux éligibles. **Le TOP** (Term Securities Lending Facility Options Program) – offre une option pour retirer à court terme les prêts TSLF à taux fixe du portefeuille SOMA (System Open Market Account) contre les collatéraux éligibles.

1.3 Prêts aux mutual funds:

L'ABCP MMMF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) – facilité de crédit qui finance les achats des ABCP (asset-backed commercial paper) de haute qualité détenus par les MMMF (money market mutual funds) par les institutions de dépôt et des holdings financiers. Seulement les fonds monétaires qui subissent d'importantes sorties des capitaux (au moins 5% des actifs nets pendant un jour ou 10% pendant les 5 derniers jours ouvrés) sont éligibles à ce programme.

1.4 Les accords de swaps entre banques centrales :

Ce programme consiste en deux types d'accords de swaps de change temporaires entre la Fed et certaines autres banques centrales – en dollars (dollar liquidity lines) et en devises étrangères (foreign-currency liquidity lines). Le programme était créé en décembre 2007 afin d'apporter de la liquidité en dollar sur les marchés étrangers.

1.5 Les prêts aux fonds monétaires :

Le MMIFF (Money Market Investor Funding Facility) – programme pour apporter de la liquidité aux fonds monétaires. La Fed de New York (FRBNY) a financé l'achat des actifs éligibles (certificats de dépôt, commercial papers émis par les institutions financières) par les investisseurs éligibles (initialement, les fonds monétaires). Le programme était prolongé jusqu'à 30 octobre 2009 et après son extinction n'apparaît plus dans le bilan de la Fed.

2. Programmes des prêts ciblés:

2.1 Le CPFF (Commercial Paper Funding Facility)

Le programme envisage d'apporter de la liquidité sur le marché des commercial papers. Au cours de ce programme une société à responsabilité limitée CPFF LLC spécialement créée pour soutenir les émetteurs des commercial papers achète directement les ABCP non-sécurisés à 3 mois. Le financement des LLCs par la Fed est sécurisé par tous les actifs de LLC ainsi que par les frais payés par les émetteurs. Puisque La FRBNY gère ce programme les actifs et les passifs de CPFF LLC sont consolidés sur le bilan de la FRBNY. Les actifs nets sont présentés dans le bilan général de la Fed.

2.2 Le TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility)

Cette facilité de financement permet aux détenteurs des certains actifs éligibles (initialement, les titres adossés à des créances ou ABS) d'obtenir des crédits à longue échéance (jusqu'à 5 ans). Le programme était créé pour soutenir le marché des ABS et apporter des facilités de crédits aux PME ainsi qu'aux consommateurs (les crédits à la consommation, auto, les cartes de crédit). Ce programme est mis en œuvre par la FRBNY qui a des capacités de prêts jusqu'à 1000 Md\$ (200Md\$ autorisé actuellement) contre les ABS de haute qualité (AAA). En mai 2009, la Fed a étendu la palette des collatéraux éligibles en ajoutant des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS) émis avant le 1er janvier 2009. Le Trésor fournit une protection contre les pertes jusqu'à 20 Md\$ et soutient une partie de financement du TALF à travers des fonds de TARP. Le TALF est le seul programme, parmi ceux déjà mentionnés, qui continue d'augmenter depuis sa création en novembre 2008.

3. Programmes d'achat de titres :

3.1 L'achat de titres du Trésor

Les achats de titres du Trésor sont utilisés historiquement comme un instrument de la politique monétaire conventionnelle pour gérer des réserves des banques et arriver à l'objectif pour le taux des Fed Funds ciblé par le FOMC. Depuis mars 2009 la Fed utilise le programme d'achat de titres du Trésor à plus longue échéance pour améliorer les conditions sur les marchés des crédits. La Fed ayant déjà acheté les 300 Md\$ envisagés ce programme est terminé.

3.2 L'achat de la dette des agences

Le programme d'achat de la dette des agences (Fannie Mae et Freddie Mac) par la Fed a pour objectif de réduire les coûts et d'augmenter la disponibilité des crédits immobiliers. Récemment la Fed a réduit le montant total prévu pour l'achat de 200 Md\$ à 175Md\$. Le 25 novembre 2009 le montant déjà acheté s'est élevé à 153,6 Md\$.

3.3 L'achat des MBS d'agence (agency mortgage-backed securities)

Le programme d'achat des MBS garantis par les agences soutient le marché des crédits immobiliers, ainsi que le marché des biens immobiliers et les marchés financiers dans le sens généralisé. Les achats sont effectués par les sociétés gérants de portefeuille sélectionnées par la Fed. Le programme est limité à 1 250 Md\$. Au 25 novembre la Fed avait acheté deux tiers du montant prévu (854,9 Md\$).

4. Les prêts d'urgence

4.1 Bear Sterns

Dans le cadre de la politique non conventionnelle la Fed a également soutenu certaines institutions financières qui ont créés un risque systémique pour le système financier américain. Notamment, les entités spéciales ont été créées : Maiden Lane LLC a eu pour objectif de faciliter l'acquisition du Bear Sterns par JP Morgan Chase à travers laquelle la FRBNY a acheté certains actifs de Bear Sterns.

4.2 AIG

Maiden Lane II et Maiden Lane III ont été créés pour faciliter la restructuration du financement de certaines activités de la FRBNY pour soutenir l'American International Group (AIG). La Fed de New York a fourni des crédits au Maiden Lane II afin d'obtenir les RMBS de plusieurs filiales d'AIG. Le crédit à Maiden Lane III a eu pour objectif l'achat des CDS des contreparties d'AIG Financial Products Corp.