

Que sont vraiment les "politiques monétaires non conventionnelles" ?

Les politiques monétaires non conventionnelles ne sont pas les politiques monétaires quantitatives ("quantitative easing"), ce qu'on avance parfois. Les politiques quantitatives consistent à avoir un objectif de croissance de la base monétaire ; les politiques non conventionnelles à ne pas passer par la liquidité bancaire et le crédit bancaire comme mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il s'agit donc de prêts directs (ou de garanties) de la Banque Centrale aux emprunteurs du secteur privé : la Banque Centrale injecte des liquidités dans les comptes de "non banques".

Les avantages des politiques monétaires non conventionnelles sont :

- de retrouver un canal de transmission de la politique monétaire quand le canal traditionnel ne fonctionne plus ;
- de contrôler l'usage de la liquidité au lieu de l'injecter au hasard, donc de réduire le risque de bulles ultérieures.

Les **inconvénients** sont d'abord microéconomiques, liés à ce que les Banques Centrales ne sont pas normalement des banques commerciales : comment choisissent-elles les bénéficiaires des financements ? Comment fixent-elles les primes de risque ? Comment évitent-elles les aléas de moralité ? Il se pose aussi la question récurrente du risque qu'il y a à introduire dans les bilans des Banques Centrales des actifs présentant des risques de défaut. Enfin, point important, si le recul du crédit distribué vient de la demande de crédit et non de l'offre de crédit, les politiques non conventionnelles sont aussi inefficaces.

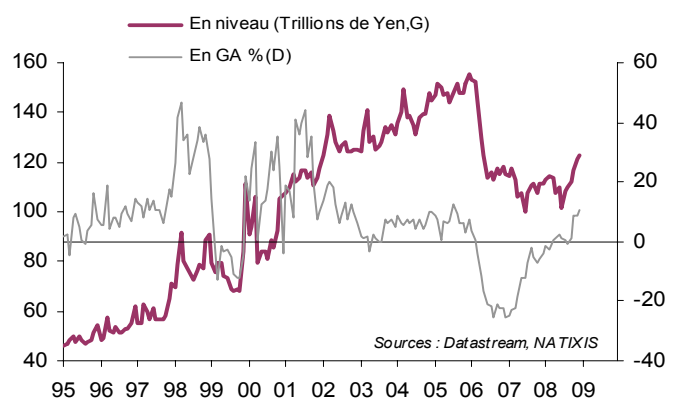
1. Politique monétaire quantitative et politique monétaire non conventionnelle

On confond parfois ces deux notions.

La **politique monétaire quantitative** consiste à ce que la Banque Centrale ait un **objectif de croissance de la base monétaire** (de la liquidité, de la monnaie de Banque Centrale). Ceci a été le cas pendant la crise bancaire au Japon (**graphique 1**).

Graphique 1

Japon : Base monétaire



L'objectif de la politique quantitative est d'être sûr que les banques ne manquent pas de liquidités, ou d'essayer de diriger vers le haut les anticipations d'inflation pour éviter une situation déflationniste.

La **politique non conventionnelle** est d'une nature différente. Elle consiste à ce que la **Banque Centrale change de canal de transmission de la politique monétaire** : au lieu d'**injecter des liquidités dans les bilans des banques**, elle injecte des liquidités dans les bilans des non banques (par des entreprises par exemple).

Ceci peut prendre la forme d'**achats de titres émis par des non banques**. Ce type de politique est maintenant utilisé aux Etats-Unis par la Réserve Fédérale. Son bilan (**tableau 1**) montre à la fois des actifs achetés aux banques par les procédures traditionnelles (Treasuries) et des actifs achetés aux entreprises ou aux fonds d'investissement dans le cadre de procédures "non conventionnelles" (ABCP, Commercial Paper).

On pourrait aussi envisager **des garanties données par la Banque Centrale sur des titres émis par le secteur privé**, ce qui accroîtrait le hors bilan et non le bilan de la Banque Centrale.

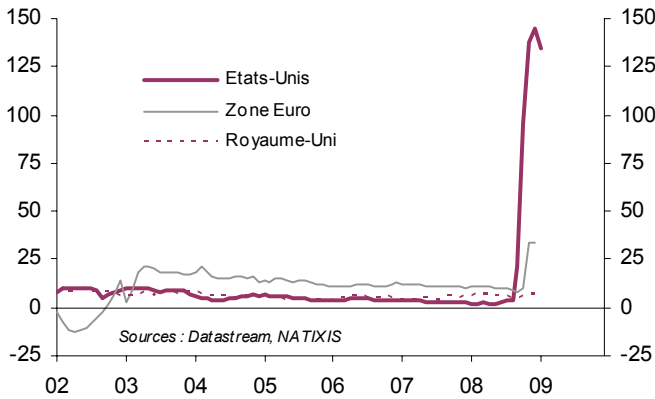
Le **canal de transmission normal de la politique monétaire** consiste à ce que la Banque Centrale (s'il s'agit d'une

expansion monétaire) accroisse la liquidité des banques, ce qui conduit à une hausse de l'offre de crédit.

Le canal de transmission non conventionnel consiste à ce que la Banque Centrale "contourne" les banques pour financer directement l'économie (voir schéma 1).

Aujourd'hui, la hausse de la base monétaire aux Etats-Unis résulte de plus en plus du canal non conventionnel ; dans la zone euro, toujours du canal normal (graphique 2) ; la Banque d'Angleterre vient de décider de passer à une politique non conventionnelle.

Graphique 2
Etats-Unis : Base monétaire (en monnaie nationale, GA en %)

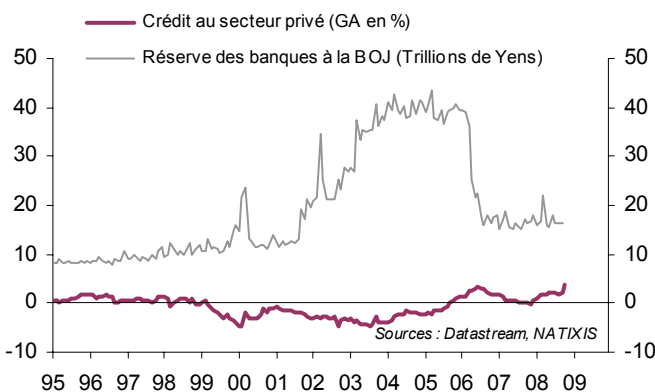


2. Intérêt des politiques monétaires non-conventionnelles

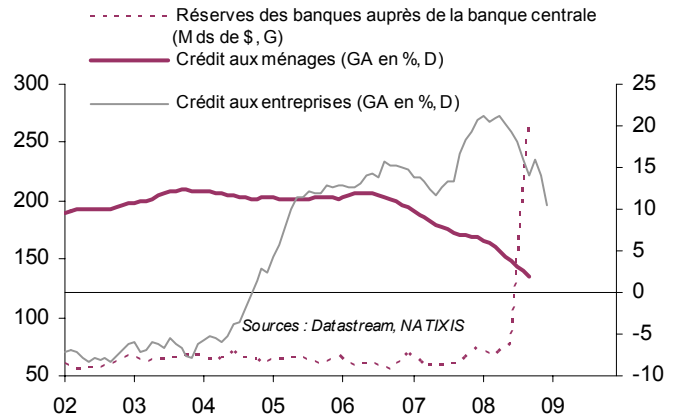
Les politiques monétaires non conventionnelles ont d'abord comme utilité de redonner une efficacité à la politique monétaire quand son canal de transmission traditionnel ne fonctionne plus.

On a observé pendant la crise bancaire au Japon (graphique 3) et on observe aujourd'hui (graphiques 4 a/b/c) que, dans une crise bancaire et financière, les banques ne transmettent plus les impulsions de la politique monétaire.

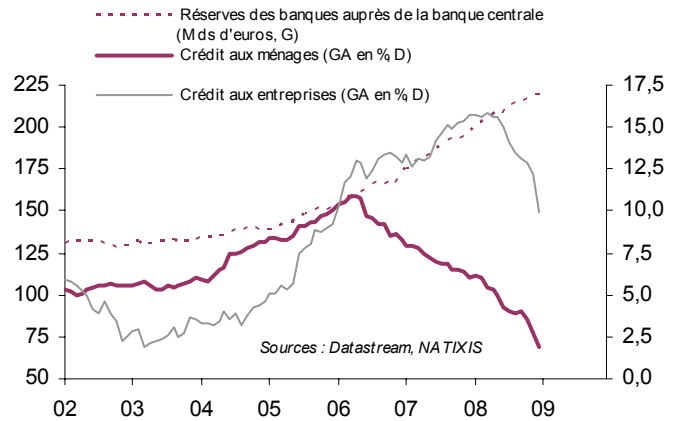
Graphique 3
Japon : Réserves des banques à la Banque du Japon et crédit



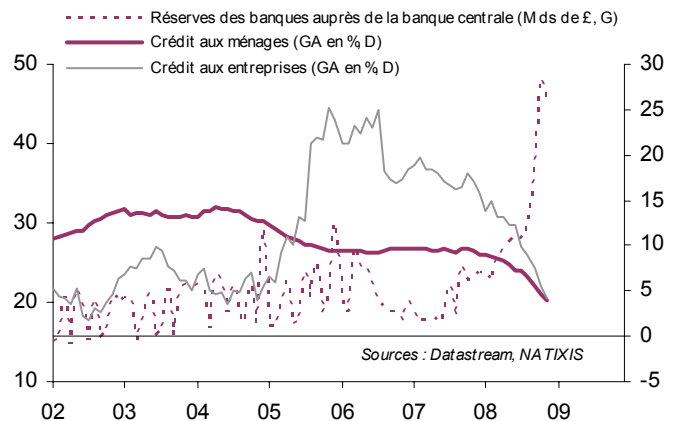
Graphique 4 a
Etats-Unis : crédit et réserves des banques



Graphique 4 b
Zone Euro : crédit et réserves des banques



Graphique 4 c
Royaume-Uni : crédit et réserves des banques



Malgré la croissance rapide de la base monétaire (graphiques 1 et 2 plus haut), le crédit bancaire ne redémarre pas et les banques accumulent des réserves excédentaires inutiles. La Banque Centrale, pour redonner une efficacité à la politique monétaire, doit prêter directement aux agents économiques privés.

Le second intérêt des politiques monétaires non conventionnelles est qu'elles permettent aux Banques

Centrales de contrôler l'usage de la liquidité : la liquidité est créée contre l'achat d'actifs qui servent au financement du secteur privé, et non "jetée" au hasard dans l'économie, **ce qui évite normalement qu'elle finance des bulles spéculatives de prix d'actifs comme dans le passé.**

3. Dangers microéconomiques des politiques non conventionnelles

Ces dangers sont liés à la **gestion du risque par les Banques Centrales**, par exemple :

- si les Banques Centrales prêtent aux agents économiques privés, ou garantissent leurs dettes, comment sélectionnent-elles les emprunteurs ?
- comment fixent-elles les primes de risque à payer par ces emprunteurs ? Si elles sont trop basses, il apparaîtra des pertes liées aux défauts dans les comptes des Banques Centrales, situation inédite ;
- si elles prêtent de manière trop uniforme, comment évitent-elles de faire apparaître un aléa de moralité, les emprunteurs plus risqués sachant qu'ils peuvent s'endetter à un prix faible.

4. Risque macroéconomique des politiques non conventionnelles

Le principe des politiques monétaires non conventionnelles est **quelle se substituent au canal défaillant de la liquidité et du crédit bancaires. Mais leur mise en place suppose qu'il y a des agents économiques privés qui voudraient s'endetter davantage et auxquels les banques ne prêtent pas.**

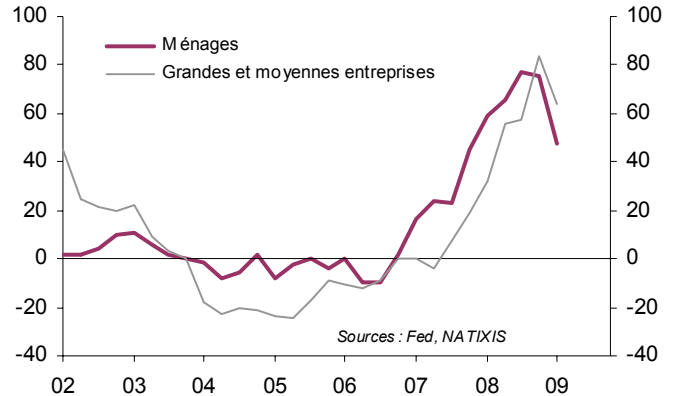
Les prêts directs de la Banque Centrale desservent ce rationnement du crédit et font repartir l'économie.

Mais ceci est vrai si le freinage du crédit vient de celui de l'offre de crédit et non de celui de la demande de crédit.

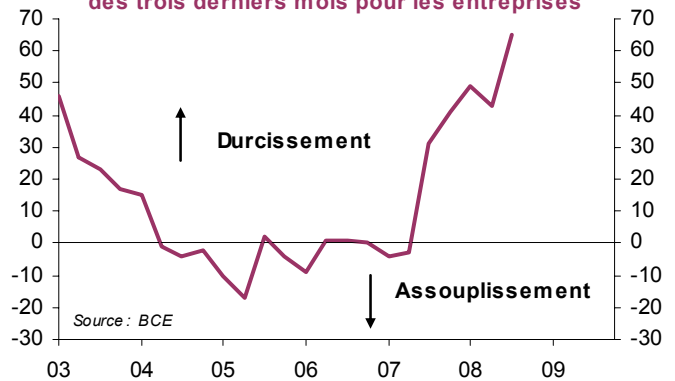
Si c'est la demande de crédit (des ménages, des entreprises) qui recule, alors la Banque Centrale ne peut satisfaire aucun besoin de financement non satisfait.

La situation est ambiguë aujourd'hui, avec à **la fois une baisse de l'offre de crédit (graphiques 5 a/b/c) et de la demande de crédit (graphiques 6 a/b).**

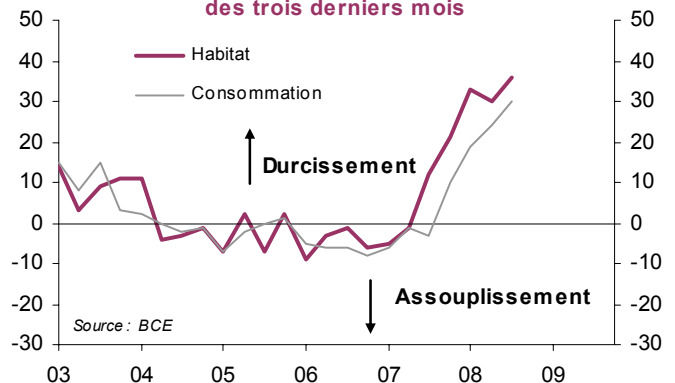
Graphique 5 a
Etats-Unis : pourcentage des banques resserrant leurs conditions d'accès au crédit



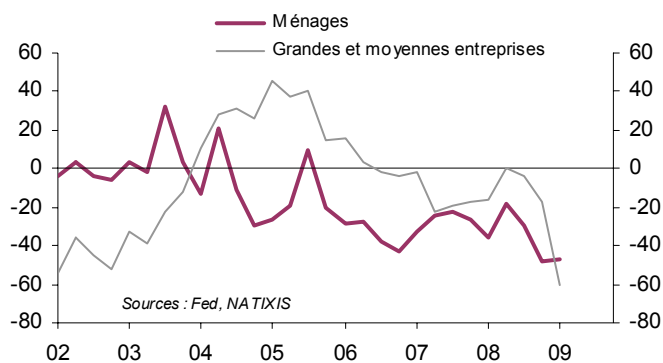
Graphique 5 b
Zone euro : Evolution des conditions d'octroi du crédit bancaire au cours des trois derniers mois pour les entreprises



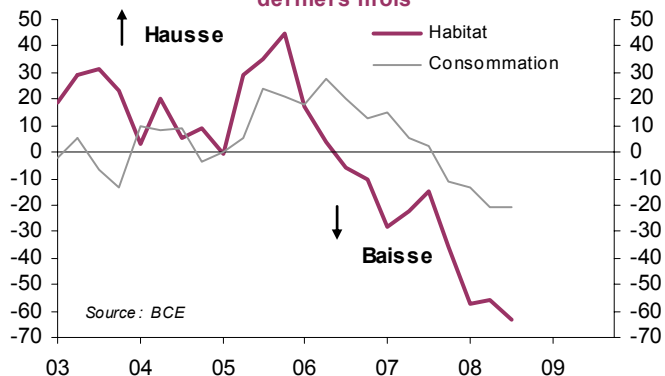
Graphique 5 c
Zone euro : Evolution des conditions d'octroi du crédit bancaire aux ménages au cours des trois derniers mois



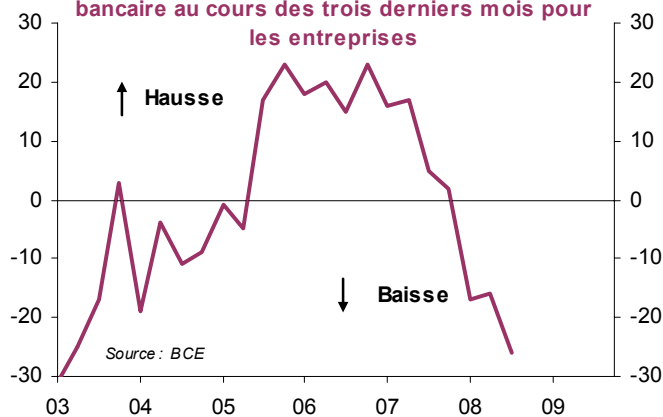
Graphique 6 a
Etats-Unis : pourcentage des banques rapportant une hausse de la demande pour le crédit



Graphique 6 c
Zone euro : Evolution de la demande de crédit bancaire aux ménages au cours des trois derniers mois



Graphique 6 b
Zone euro : Evolution de la demande de crédit bancaire au cours des trois derniers mois pour les entreprises



Dans la période récente, les signes de recul de la demande de crédit se multiplient, ce qui rendrait inefficaces aussi les politiques non conventionnelles.

Tableau 1
Actifs détenus par la Réserve Fédérale (en Mds \$)

| | U.S Treasury | Repurchase agreements | Term Auction Credit | Autres prêts | Encours de Commercial Paper | Facteurs expliquant l'offre de réserves |
|------------|--------------|-----------------------|---------------------|--------------|-----------------------------|---|
| 30/01/2008 | 718,4 | 29,4 | 50,0 | 0,0 | - | 916,6 |
| 27/02/2008 | 713,4 | 42,9 | 60,0 | 0,2 | - | 918,6 |
| 26/03/2008 | 629,0 | 84,8 | 80,0 | 33,5 | - | 921,4 |
| 30/04/2008 | 548,7 | 107,5 | 100,0 | 30,2 | - | 916,4 |
| 28/05/2008 | 491,1 | 105,0 | 150,0 | 28,3 | 40,82 | 930,0 |
| 25/06/2008 | 478,8 | 121,7 | 150,0 | 20,9 | 226,01 | 926,7 |
| 30/07/2008 | 479,2 | 113,7 | 150,0 | 17,6 | 249,91 | 944,8 |
| 27/08/2008 | 479,6 | 103,4 | 150,0 | 18,6 | 265,69 | 936,4 |
| 24/08/2008 | 476,6 | 111,7 | 150,0 | 187,8 | 282,20 | 1187,0 |
| 31/10/2008 | 476,5 | 80,0 | 301,4 | 388,8 | 297,58 | 1925,0 |
| 28/11/2008 | 476,4 | 80,0 | 406,5 | 283,2 | 308,52 | 2145,9 |
| 19/12/2008 | 476,2 | 80,0 | 448,0 | 212,5 | 315,27 | 2305,8 |
| 26/12/2008 | 476,1 | 80,0 | 420,8 | 196,9 | 325,80 | 2259,4 |
| 2/01/2009 | 476,0 | 80,0 | 450,2 | 187,8 | 332,41 | 2298,6 |
| 9/01/2009 | 475,8 | 77,1 | 406,8 | 185,8 | 334,27 | 2229,5 |
| 16/01/2009 | 475,6 | 57,1 | 371,4 | 160,7 | 334,58 | 2121,2 |
| 23/01/2009 | 475,4 | 37,1 | 416,0 | 148,3 | 349,9 | 2093,4 |
| 30/1/2009 | 475,2 | 17,1 | 415,9 | 150,0 | 316,2 | 2041,9 |

Sources : Federal Reserve, Datastream

Schéma 1
Canal de transmission normal et canal de transmission non conventionnel de la politique monétaire (dans le sens de l'expansion monétaire)

