

Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques

Emmanuel Carré

DANS **L'ÉCONOMIE POLITIQUE 2015/2 n° 66**, PAGES 42 À 55

ÉDITIONS **ALTERNATIVES ÉCONOMIQUES**

ISSN 1293-6146

ISBN 9782352401155

DOI 10.3917/leco.066.0042

Date de mise en ligne : 20/05/2015

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-l-economie-politique-2015-2-page-42?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Alternatives économiques.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur cairn.info/copyright.

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.

Les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE : théories et pratiques

Emmanuel Carré ^[1],

maître de conférences en sciences économiques,
université Paris 13

LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES (PMNC), du fait de leur développement récent, peuvent sembler obscures. Elles s'appuient sur des mécanismes multiples, complexes et interconnectés, et surtout incertains. Pourtant, leurs fondations macroéconomiques convoquent les notions clés de déflation, trappe à liquidité, resserrement du crédit, dette-déflation, plancher zéro du taux d'intérêt. Rien de nouveau sous le soleil : ces notions renvoient à Keynes, Minsky et Fisher, ainsi qu'aux expériences de la crise de 1929 et du Japon des années 1990.

Pour autant, il est particulièrement difficile de déterminer à l'avance l'impact exact de ces politiques, en particulier du *quantitative easing* (QE). L'assouplissement quantitatif, en français, est la politique monétaire non conventionnelle typique de la crise financière actuelle. Son instrument est le bilan de la banque centrale, qui achète des actifs risqués en créant une grande quantité de monnaie banque centrale.

En quoi les politiques mises en œuvre par la Banque centrale européenne (BCE) depuis le début de la crise sont-elles non

[1] Je remercie Jézabel Couppey-Soubeyran, Edwin Le Héron et Benoît Nguyen pour leurs relectures.

conventionnelles ? Comment ces politiques ont-elles évolué jusqu'à l'annonce du *quantitative easing* le 22 janvier dernier ? Quels sont les fondements théoriques des politiques monétaires non conventionnelles, et du QE en particulier ? Quelles sont ses limites ? L'objectif de cet article est d'aborder ces différentes questions [2].

Qu'est-ce que la politique monétaire non conventionnelle ?

La politique monétaire conventionnelle est un triptyque : un objectif final (la stabilité des prix), un instrument (le taux d'intérêt), un canal de transmission (le canal du taux d'intérêt). Les politiques monétaires non conventionnelles ou PMNC sont enclenchées lorsqu'un des éléments de ce triptyque est affecté par la crise. Ainsi, du fait d'une crise « financière », la stabilité financière a supplanté celle des prix comme objectif final des banques centrales. Ensuite, l'instrument du taux d'intérêt est devenu caduc, car il a buté sur le plancher 0 %. Enfin, le canal de transmission classique par le taux d'intérêt a lui aussi été dégradé en raison des difficultés des banques et du marché interbancaire. Les baisses de taux directeur de la BCE ont été mal transmises à l'économie par les banques et n'ont pas relancé le crédit.

Les PMNC sont définies comme un ensemble d'instruments, d'objectifs et de canaux de transmission (parfois) différents de ceux couramment employés. Cependant, les différences entre les politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles ne doivent pas être exagérées : les secondes ne sont souvent que des extensions des premières. Il existe moult déviations par rapport au triptyque conventionnel, qui varient en fonction de l'état de l'économie. C'est donc au pluriel qu'il faut parler des politiques monétaires non conventionnelles.

Un aperçu des politiques monétaires non conventionnelles de la BCE

Les PMNC de la BCE [3] sont présentées ici de manière synthétique avant d'étudier le programme étendu d'achats d'actifs annoncé le 22 janvier 2015. Quatre phases peuvent être distinguées au regard du bilan de la BCE, instrument par excellence des PMNC (Figure 1).

Lors de la première phase, à partir de la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, la BCE ne fait d'abord qu'étendre ses procédures et techniques de refinancement des banques.

[2] Voir aussi Bordes [2014].

[3] Impossible d'être exhaustif tant la variété des politiques monétaires non conventionnelles menées par la BCE est grande. Pour une présentation complète de ces dernières, voir BCE [2010 ; 2011 ; 2013 ; 2015], Le Héron [2013] et Mishkin [2013].



Figure 1

Bilan de l'eurosystème, en milliards d'euros



Elle prolonge ses opérations principales de refinancement classiques (MRO ou *main refinancing operations*), d'une durée d'une semaine, en adoptant des opérations de refinancement de long terme (LTRO ou *long term refinancing operations*) à trois mois, six mois, puis un an. Mais la BCE inaugure aussi dans cette première phase un programme limité d'achats directs d'obligations : des obligations sécurisées (*covered bonds*) émises par les banques, mais aussi des obligations d'Etat. C'est le *securities markets programme* (SMP), déclenché à partir de mai 2010 pour limiter la hausse des taux d'intérêt à long terme, d'abord en Grèce, puis au Portugal et, en 2012, en Espagne et en Italie.

La deuxième phase débute à l'automne 2011. Le bilan de la BCE augmente alors d'abord du fait de la montée en puissance du programme SMP. Ce programme est à l'origine de la démission d'Axel Weber (président de la Bundesbank) en avril 2011 et de celle du chef économiste de la BCE Jürgen Stark en décembre. Face à ces contraintes d'économie politique sur le programme d'achats SMP, la BCE doit changer d'instrument pour relancer l'économie. Passée sous la présidence de Mario Draghi en novembre 2011, la BCE choisit alors l'instrument plus traditionnel des simples prêts. Elle se lance dans deux opérations de refinancement massives à très long terme (VLTRO ou *very long term refinancing operations*)

en décembre 2011 et mars 2012 : la BCE prête aux banques jusqu'à trois ans et injecte au total pour les deux opérations un peu plus de 1 018 milliards d'euros dans le système bancaire de la zone euro. La taille maximum du bilan de l'eurosystème est atteinte en juin 2012 avec plus de 3 100 milliards, soit environ 33 % du PIB de la zone euro. En septembre 2012, la BCE annonce un nouveau programme, les OMT (*outright monetary transactions* ou opérations monétaires sur titres). Il s'agit d'achats de titres sur les marchés de dette souveraine, à certaines conditions^[4]. Du fait de son caractère potentiellement illimité, ce programme a contribué à la stabilisation de la zone euro, bien qu'il n'ait jamais été utilisé. Il n'a donc pas eu d'incidence sur le bilan de la BCE.

La troisième phase débute lorsque la taille du bilan commence à descendre, parce que les banques se mettent à rembourser les emprunts contractés. La BCE le laisse se réduire jusqu'à moins de 2 000 milliards en septembre 2014.

La quatrième phase commence quant à elle fin 2014, lorsque la taille du bilan augmente de nouveau, principalement du fait des achats d'actifs lancés à partir d'octobre-novembre 2014. La poursuite de ce mouvement est programmée par la décision de la BCE du 22 janvier 2015 mise en œuvre à partir de mars 2015 sous la forme d'un programme étendu d'achats d'actifs (*expanded asset purchase programme* ou EAPP), à la fois privés et publics, aussitôt rebaptisé *quantitative easing* par les médias.

Ce programme synthétique^[5] n'est pas radicalement nouveau ; la BCE a déjà mené des programmes d'achats de titres privés (CBPP) et publics (SMP). La différence réside dans le montant. Le QE prévoit 60 milliards d'achats de titres sur dix-huit mois jusqu'à septembre 2016 inclus, soit 1 140 milliards d'euros. Le programme SMP avait atteint à son maximum 219 milliards en février 2012, et les programmes CBPP 1 et 2 étaient respectivement prévus pour 60 et 40 milliards d'euros. Ce QE représente donc une augmentation considérable du bilan de la BCE : environ 50 %, si l'on prend comme base de départ la taille du bilan au 22 janvier 2015.

Les raisons du *quantitative easing* de la BCE

Plusieurs raisons peuvent expliquer la décision de lancer le QE. La première est macroéconomique : la zone euro est en déflation depuis décembre 2014. Ainsi, l'objectif affiché du

[4] Les pays doivent avoir reçu au préalable le soutien du Mécanisme européen de stabilité (MES), et donc être soumis à une surveillance renforcée.

[5] Il agrège trois programmes : deux programmes d'achats d'actifs privés (des *covered bonds* et des *asset backed securities* ou ABS) et un programme d'achats de titres publics.



QE est de « faire de l'inflation » afin que la BCE respecte sa cible de hausse des prix, « inférieure mais proche de 2 % ». C'est un changement de stratégie important dans la politique monétaire. En effet, jusqu'à récemment, la BCE continuait d'afficher le principe selon lequel les politiques monétaires conventionnelles et non conventionnelles ont des fonctions séparées, mais complémentaires [Trichet, 2011]. Les actions non conventionnelles restaurent les canaux de transmission par une politique de liquidité afin que les actions conventionnelles (consistant en une politique de taux d'intérêt) restent efficaces. Les politiques non conventionnelles se justifiaient donc par la restauration de canaux de transmission détériorés par la crise. Ainsi, en achetant des titres publics, la banque centrale fait remonter la valeur de ces titres et leur qualité, elle relance le marché de la dette publique et les marchés interbancaire et monétaire. Or ces marchés sont des canaux de transmission centraux de la politique monétaire, qui sont de cette manière restaurés. Le SMP avait donc pour objectif affiché d'éviter les tensions sur les marchés de dette publique parce qu'elles affectent la distribution de crédit par les banques. Au final, ce programme entendait rétablir le canal de transmission central de la politique monétaire : les banques. Les achats du SMP sont d'ailleurs stérilisés par des opérations de reprise de liquidités en blanc, de sorte que la liquidité globale ne soit pas affectée.

L'atteinte *de facto* du plancher 0 % avec la décision du 10 septembre 2014 de la BCE de placer le taux directeur principal à 0,05 % met en pratique un terme au principe de séparation. Le taux directeur étant au plancher, les politiques conventionnelles de taux d'intérêt ont épuisé leurs marges de manœuvre. Par conséquent, les PMNC deviennent de véritables politiques monétaires dans le sens où elles ne servent plus seulement à restaurer les canaux de transmission : à l'instar des politiques conventionnelles, elles servent désormais aussi directement à assurer l'objectif final de stabilité des prix de la BCE. Elles ont pris du galon et sont en première ligne contre la déflation.

Des raisons d'économie politique ont également présidé à ce QE. La généralisation de la déflation, qui concerne même l'Allemagne depuis janvier 2015, a affaibli la position des pays du Nord de la zone euro, hostiles au rachat de titres souverains. D'autant que la Cour de justice de l'Union européenne a jugé, le 14 janvier 2015, que le programme d'achats de titres publics

OMT était compatible avec le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, renforçant ainsi la sécurité juridique des programmes d'achats de titres de la BCE.

Ainsi, les Allemands, via la Cour constitutionnelle fédérale [6], ne pourront plus contester ces programmes d'achats au motif qu'ils seraient incompatibles avec le mandat de la BCE et qu'ils financeraient indûment les Etats. Cette contestation était peu fondée, car la BCE achète les titres publics sur le marché secondaire et non primaire : il n'y a donc pas de monétisation de la dette *stricto sensu*. Quoiqu'il en soit, comme l'a expliqué Mario Draghi lors de sa conférence de presse du 22 janvier 2015, le QE est un véritable instrument de politique monétaire au sens légal du terme.

Enfin, comme l'a reconnu Draghi dans son audition au Parlement européen en mars 2015, les politiques menées jusqu'ici étaient trop dépendantes de la volonté des banques de redistribuer aux agents non financiers les injections de liquidité de la BCE. Dans l'ensemble, les PMNC de la BCE sont à destination des banques qui forment leur canal de transmission clé. Pour une raison simple : dans la zone euro, à la différence des Etats-Unis, le financement de l'économie est intermédié, c'est-à-dire qu'il est majoritairement réalisé par les banques. Le choix des instruments est donc endogène à la structure de financement de l'économie [BCE, 2010]. Cet accent mis sur les banques est certes cohérent, mais c'est aussi le talon d'Achille de l'action de la BCE, car les banques ont des raisons de ne pas jouer le jeu de la relance du crédit. Comme on va le voir, le QE permet une diversification des canaux de transmission.

Comment marche le QE ?

Pour expliquer les mécanismes du QE, la BCE se réfère à l'approche des nouveaux keynésiens, qui se démarque de celle des monétaristes.

L'approche monétariste

Pour sortir de la déflation, Friedman [2000] recommandait aux autorités monétaires japonaises une politique monétaire plus expansionniste sous la forme d'achats de titres massifs.

Dans l'optique monétariste, le canal de transmission est monétaire : l'injection de monnaie banque centrale augmente les réserves des banques qui deviennent excédentaires. Les

[6] La Cour constitutionnelle fédérale allemande avait été saisie par un journaliste, des personnalités politiques, des professeurs de droit, une organisation non gouvernementale et le parti politique Die Linke.



banques sont censées employer ces réserves excédentaires pour faire des crédits qui génèrent des dépôts (M_3). L'enchaînement est le suivant : $M_0 \rightarrow M_3$ (crédit) \rightarrow inflation.

Sur le fond, cette PMNC s'apparente au ciblage monétaire monétariste des années 1970^[7]. Elle est donc en quelque sorte du « vieux vin dans de nouvelles bouteilles ». La banque centrale fait marcher la planche à billets (M_0), puis lâche cette monnaie « par hélicoptère ». L'image du gavage d'oie s'applique : la stratégie consiste à gaver l'économie de liquidités afin de faire de l'inflation, et donc sortir de la déflation. Mais, toujours selon l'approche monétariste, la limite de cette politique de la planche à billets est qu'elle fait courir un risque d'hyperinflation.

Durant la crise, les banques centrales, notamment la BCE^[8] et la Banque d'Angleterre, ont réfuté les fondements monétaristes des PMNC en s'appuyant sur l'apport théorique des nouveaux keynésiens. Ceux-ci font valoir que le risque d'hyperinflation est limité : en période de crise, le comportement des agents face à l'incertitude se traduit par de l'épargne de précaution plutôt que par de la consommation génératrice d'inflation. De plus, la vision des monétaristes repose sur une théorie de la monnaie exogène qui ne s'applique pas nécessairement en période de crise. La monnaie banque centrale n'est pas « *high power* » si les banques n'utilisent pas les liquidités récupérées à la banque centrale pour faire des crédits ou si les agents ne demandent pas

[7] La monnaie banque centrale ou base monétaire (M_0) détermine la masse monétaire mesurée par l'agrégat monétaire M_3 . On parle de « *high power money* » pour la monnaie banque centrale.

[8] Constâncio [2015b].

Qu'est-ce que le QE ?

Le *quantitative easing* (QE) ou assouplissement quantitatif est la politique monétaire non conventionnelle la plus connue et la plus typique. Comme le taux d'intérêt a atteint le *zero lower bound* (ZLB), la banque centrale ne peut plus jouer sur le

prix de la monnaie, mais seulement sur sa quantité, d'où le terme de QE. Ce dernier consiste en des achats de titres (risqués) par la banque centrale auprès des banques commerciales (ou de second rang) selon le schéma suivant :



de crédits. On ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif, disait Keynes. Le crédit ne dépend pas de la banque centrale (Mo), mais plutôt de l'offre des banques et de la demande de crédit des agents non financiers. On est en diviseur de crédit, et non en multiplicateur de base monétaire. La crise se caractérise par une situation de monnaie endogène, et non exogène, dans laquelle la PMNC est mise en échec par une trappe à liquidité et un rationnement du crédit. Le Japon a connu cette situation de trappe à liquidité rendant les PMNC inefficaces face à la déflation.

L'approche des nouveaux keynésiens

Keynes est aussi un des pères des PMNC car il recommandait, face à la Grande Dépression, des opérations d'*open market* « à outrance ». Les nouveaux keynésiens tels que Bernanke et Reinhart [2004] recommandent les PMNC lorsque le plancher zéro du taux d'intérêt nominal de la banque centrale est atteint (ZLB ou *zero lower bound*) [9]. Leurs recommandations sont proches de celles de Friedman, mais ne passent pas par les mêmes canaux de transmission.

Le premier canal est celui du taux d'intérêt, que la BCE tente de ranimer en jouant non plus sur ses taux directeurs de court terme, mais en cherchant directement à baisser les taux de moyen et long terme. La baisse des taux d'intérêt à moyen et long terme des dettes souveraines favorise la réduction des taux pour tous les emprunteurs. Elle relance ainsi le crédit, et au-delà la consommation, l'investissement et l'inflation. La relance du crédit passe aussi par les canaux du bilan bancaire. Lors du QE, les banques récupèrent de la liquidité bancaire à la place de titres risqués : la qualité du bilan bancaire s'améliore. En conséquence, les banques empruntent à des taux plus bas (les primes de risque diminuent), la crise de confiance sur le marché interbancaire s'estompe, la liquidité sur ce marché s'améliore, les taux d'intérêt baissent et le crédit repart.

Quand le QE consiste en des achats de titres publics, il améliore aussi la qualité des collatéraux, utilisés par les banques lors du refinancement auprès de la banque centrale, dans les opérations interbancaires et dans celles des banques avec leurs clients. Ce qui favorise aussi la relance du crédit.

L'effet du QE passe également par les canaux du prix des actifs. Tout d'abord, via le canal des effets de portefeuille. Si

[9] C'est pourquoi les PMNC sont aussi qualifiées de « *zero interest rate policy* » (ZIRP).



les banques emploient les liquidités récupérées auprès de la banque centrale pour acheter des actions, donc réallouent leur portefeuille de titres, le résultat est une hausse de la Bourse. Les agents non financiers détenant des actions bénéficient d'un effet de richesse positif (canal des effets de richesse) et peuvent alors consommer plus. Ils peuvent en outre obtenir plus de crédits avec un taux d'intérêt plus bas car ils offrent plus de garanties ; on parle alors du canal du bilan (des agents non financiers) ou d'accélérateur financier.

La BCE insiste sur un autre canal, le canal des anticipations. Pour les nouveaux keynésiens, les peurs inflationnistes suscitées par le QE sont une bonne chose, elles relèvent du « management des anticipations » par la banque centrale. La théorie sous-jacente est que l'inflation courante dépend des anticipations d'inflation future des agents. Si les agents anticipent une hausse

La *forward guidance* : la communication comme outil monétaire

Pour la plupart des nouveaux keynésiens, la communication est un instrument en soi de la politique monétaire, remplaçant le taux d'intérêt. On passe alors des *open market operations* aux *open mouth operations*. La communication consiste à annoncer que le taux d'intérêt restera au *zero lower bound* pendant longtemps. L'effet d'annonce, via le canal des anticipations ou canal du signalement, est censé avoir un impact sur les marchés en faisant baisser les taux longs, ce qui *in fine* doit relancer l'économie.

L'efficacité de cette annonce repose sur les anticipations de taux d'intérêt : les taux longs sont la somme des taux courts anticipés. La banque centrale communique aux agents le sentier de taux d'intérêt officiels futurs et espère que les marchés s'ancreront sur cette annonce. La banque centrale doit « manager » les anticipations de

taux d'intérêt futurs des marchés, c'est pourquoi cette politique de communication s'appelle la « *forward guidance* », c'est-à-dire la politique de guidage prospectif. La banque centrale tente de guider les marchés pour obtenir un aplatissement de la courbe des taux. Ainsi, les marchés font le travail à la place du taux directeur de la banque centrale.

Cette politique risque cependant d'avoir des effets d'ampleur et de durée faibles. C'est alors un feu de paille qu'il faut refaire régulièrement. En outre, la *forward guidance* dépend des conditions de l'économie. Si ces conditions changent, l'engagement ne tient plus. Les marchés risquent de se sentir trompés si la banque centrale change de stratégie, et de ne plus suivre ses annonces. De chef d'orchestre des marchés, la banque centrale devient un joueur de pipeau ne parvenant plus à les guider.

de l'inflation, elle aura lieu, et l'économie sortira de la déflation ^[10]. On reconnaît les prophéties auto-réalisatrices de Keynes : en économie, lorsque les agents ouvrent leur parapluie, il pleut. Il faut souligner ici que l'annonce de la poursuite du QE au moins jusqu'en septembre 2016 fait partie de la stratégie de *forward guidance* de la BCE.

La BCE est plus discrète sur un autre effet : lorsque la banque centrale achète des titres publics, les taux longs sur les obligations d'Etat diminuent. Il s'ensuit une baisse du coût de la dette publique, qui redonne des marges de manœuvre budgétaires aux Etats. Qui peuvent s'en servir pour relancer l'économie.

Un dernier canal est celui du taux de change. En rachetant des titres de dette publique (obligations) des pays de la zone, la BCE fait baisser leurs rendements. Dès lors, les banques préfèrent investir les liquidités obtenues à la BCE dans des titres hors zone euro, plus rémunérateurs. Ses achats de titres étrangers se faisant par exemple aux Etats-Unis, ils sont en dollars, donc la demande de dollars augmente. Il s'ensuit une dépréciation de l'euro qui stimule les exportations européennes et amène de l'inflation « importée » réduisant la déflation.

Les limites du *quantitative easing* de la BCE

La BCE reconnaît de nombreuses limites au QE [Constâncio, 2015a-b], la plupart ayant été soulignées par la théorie. Le danger souvent signalé d'un dérapage de l'inflation lié à l'augmentation du bilan de la banque centrale n'est pas le plus sérieux. On a souligné que ces peurs inflationnistes sont utiles en déflation. Le risque majeur paraît plutôt, à l'inverse, que le QE ne parvienne pas à refermer la trappe à liquidité et à sortir l'économie de la déflation, comme le montre le cas du Japon entre 2001 et 2006. Le canal du bilan bancaire peut en effet ne pas fonctionner si la liquidité (Mo) tombe dans une trappe à liquidité à l'actif de la banque commerciale et ne se transforme pas au passif en dépôts : les banques préfèrent restaurer leur bilan plutôt que de prêter.

Dans les situations de crise sur le marché interbancaire, quand les banques ne se font pas confiance entre elles, elles redéposent les liquidités fournies par la banque centrale sur leur compte auprès de cette même banque centrale. Comme les ménages, les banques font une épargne de précaution. L'auto-

[10] L'idée est aussi de déclencher des anticipations inflationnistes pour faire baisser les taux d'intérêt réels (taux d'intérêt nominal moins les anticipations d'inflation) afin de relancer l'économie.



rité monétaire récupère alors d'une main ce qu'elle donne de l'autre, de sorte que ces injections de liquidité ne relancent pas le crédit et l'économie. Ce problème pourrait même être non pas conjoncturel mais structurel. Les banques ont changé de *business model* : elles n'ont pas pour activité principale de collecter les dépôts et de faire des crédits, mais préfèrent émettre et acheter des titres ^[11]. Au final, malgré le QE, le rationnement du crédit pourrait persister, et avec lui la déflation.

Ensuite, le canal du bilan des ménages n'est pas non plus certain. Les ménages peuvent épargner leur effet de richesse plutôt que de le dépenser ou de demander de nouveaux crédits. Dans ce cas, l'épargne de précaution augmente, le crédit stagne et la déflation perdure.

Enfin, le canal des anticipations pourrait fonctionner imparfaitement dans la situation actuelle de déflation dans la zone euro (– 0,2 % en décembre 2014, – 0,6 % en janvier 2015, – 0,3 % en février 2015). En déflation, la formation des anticipations d'inflation devient moins prospective et plus rétrospective : les agents croient de moins en moins à l'efficacité des PMNC pour sortir de la déflation. La baisse des prix s'ancre dans les anticipations. Le « management des anticipations » est un jeu complexe et dangereux. Ainsi, la crise correspond à une situation à mi-chemin entre les nouveaux classiques, pour qui la politique monétaire est un jeu contre les anticipations, et les nouveaux keynésiens, pour qui elle est un jeu avec les anticipations.

Le QE pourrait donc ne pas atteindre son objectif majeur de lutte contre la déflation. Il pourrait par ailleurs produire un certain nombre de « dommages collatéraux ». Un premier type de risques est que la banque centrale se retrouve avec un bilan « intoxiqué » avec des titres de dette publique de mauvaise qualité. Certes, ce problème est minoré précisément parce qu'en rachetant ces titres, la banque centrale améliore les notations des dettes souveraines et éloigne le risque de défaut souverain. Mais un effet pervers peut alors se manifester. Si le QE écrase trop les taux d'intérêt des dettes souveraines (notamment allemandes), ces taux peuvent devenir négatifs. La banque centrale verse alors les taux d'intérêt sur les obligations d'Etat au lieu de les recevoir : elle perd de l'argent au lieu de toucher le montant du coupon. Pour se prémunir contre ce risque, la BCE a décidé

[11] Elles sont passées d'un modèle dit « *originate to hold* » au modèle « *originate to distribute* ».

de ne pas acheter des titres dont le taux d'intérêt est inférieur au taux de sa facilité de dépôt (– 0,20 %).

Autre dommage collatéral, ces baisses de taux d'intérêt sur les dettes souveraines font perdre de l'argent aux épargnants : les retraités allemands par capitalisation sont lésés, et donc rejettent le QE. Le QE a de ce fait des effets redistributifs, des crédettes vers les débiteurs, des pays du Nord vers les pays du Sud de la zone euro. Mais cette forme de solidarité budgétaire implicite n'est pas nécessairement un point négatif.

Le QE est en revanche favorable aux agents détenant des titres (actions) dont la valeur augmente. Cet effet revendiqué est un facteur de creusement des inégalités. La BCE relativise ce problème en comptant sur le fait que le QE réduira le chômage...

Enfin, elle admet que le QE peut présenter des risques pour la stabilité financière. Le canal des effets de portefeuille induit des réallocations des investissements des banques. Comme les titres publics rapportent moins, elles peuvent se tourner vers d'autres actifs comme l'immobilier et les actions ; d'où de possibles bulles immobilières ou boursières. Toutefois, à l'heure actuelle, ce risque de bulle semble plus faible que celui de la spirale déflationniste. La priorité et la balance des risques penchent du côté de la déflation.

Pour finir, le QE en économie ouverte a des effets de débordement plus ou moins volontaires sur les autres pays (canal du taux de change). Pour eux, la dépréciation de l'euro se traduit par une appréciation de leur monnaie, freine leurs exportations et crée de la désinflation importée, qui peut les faire basculer dans la déflation. Auquel cas une « guerre des monnaies » peut se déclencher, dont on connaît les conséquences néfastes depuis les années 1930.

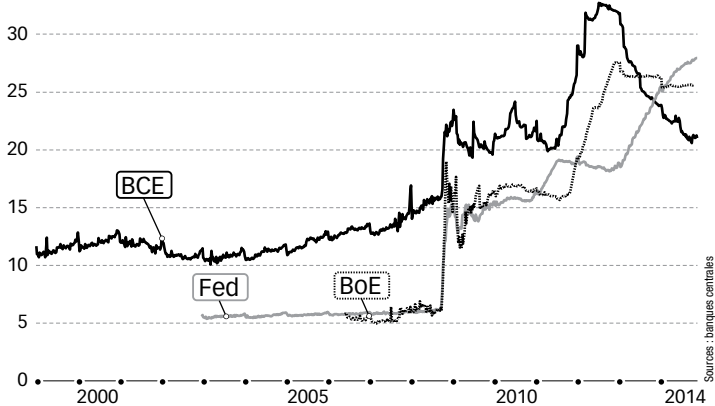
Trop peu, trop tard

La BCE reconnaît la plupart des limites du QE, mais veut néanmoins croire en son efficacité. Cependant, le QE mis en œuvre depuis mars arrive bien tard. Il consiste grosso modo à faire revenir la taille du bilan de la BCE au niveau qu'il avait atteint il y a trois ans. Trois ans pendant lesquels l'inflation n'a cessé de baisser jusqu'à la déflation. « *Trop peu, trop tard* », pour reprendre l'expression de Charles Goodhart ? La comparaison avec la Fed



Figure 2

Comparaison de la taille des bilans de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Fed, en % du PIB



et la Banque d'Angleterre suggère que la BCE a effectivement mené une stratégie de bilan discutable (Figure 2). Au lieu d'une expansion constante du bilan (Fed), ou de son maintien à un niveau élevé (Banque d'Angleterre), la BCE a laissé son bilan se dégonfler. La question de savoir si cette contraction de bilan a participé à la déflation reste ouverte.

En outre, si on se réfère à l'expérience américaine, une vague de QE s'est révélée insuffisante. Il en a fallu trois, au cours desquelles la Fed a injecté plus de 4 000 milliards de dollars dans l'économie. Certes, le QE de la BCE est comparable par son montant – 60 milliards par mois – aux trois QE américains (QE1, QE2 et QE3) respectivement de 100, 75 et 85 milliards de dollars par mois. Le cumul des achats mois après mois (1 080 milliards) correspond à environ 10 % du PIB de la zone euro. Or les QE1 et QE3 de la Fed représentaient chacun environ 10 % du PIB américain. Et le bilan de la Fed n'a pas commencé à baisser... Contrairement aux allégations des banquiers centraux, les politiques non conventionnelles risquent fort de durer et de devenir conventionnelles. Solow nous avait prévenus : en matière de politique monétaire, le normal, c'est l'anormal. ■

Bibliographie

- Banque centrale européenne, 2010**, « Les mesures prises par la BCE en réponse à la crise financière », *Bulletin mensuel*, octobre, pp. 59-74.
- Banque centrale européenne, 2011**, « Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression », *Bulletin mensuel*, juillet, pp. 55-69.
- Banque centrale européenne, 2013**, « L'accroissement de la taille des bilans et la solidité financière des banques centrales en période de crise : la situation de l'eurosystème », *Bulletin mensuel*, septembre, pp. 41-44.
- Banque centrale européenne, 2015**, « Le programme étendu d'achats d'actifs du Conseil des gouverneurs », *Bulletin économique* n° 1, pp. 17-20.
- Bernanke B. et Reinhart V., 2004**, « Conducting Monetary Policy at Very Low Short Term Interest Rates », *American Economic Review*, vol. 94, n° 2, pp. 85-90.
- Bordes C., 2014**, « Les politiques monétaires non conventionnelles », *Les Cahiers français* n° 383.
- Cœuré B., 2015a**, « Embarking on Public Sector Asset Purchases », deuxième conférence internationale sur les marchés de dette souveraine, 10 mars.
- Cœuré B., 2015b**, « La politique monétaire dans la zone euro », conférence organisée par l'Association des journalistes économiques et financiers (Ajef), 12 mars.
- Constâncio V., 2015a**, « Monetary Policy Challenges in the Euro Area », conférence annuelle de la Marshall Society, 31 janvier.
- Constâncio V., 2015b**, « Panel discussion "Central Banks with Large Balance Sheets" », U. S. Monetary Forum, 27 février.
- Friedman M., 2000**, « Questions and answers », in Actes du colloque « Les taux de change flottants : une nouvelle analyse », Banque du Canada, pp. 417-421.
- Keynes J.-M., 1930**, *A Treatise on Money*, vol. 2, Londres, MacMillan.
- Landais B., 2008**, *Leçons de politique monétaire*, Bruxelles, De Boeck.
- Le Héron E., 2013**, *A quoi sert la Banque centrale européenne ?*, Paris, La Documentation française, coll. Réflexe Europe/série Débats.
- Mishkin F., 2013**, *Monnaie, banque et marchés financiers*, 10^e édition, Montreuil, Pearson.
- Trichet J.-C., 2011**, « La politique monétaire de la BCE pendant la crise financière », discours à Montréal, 6 juin.
- Woodford M., 2003**, *Interest and Prices*, Princeton, Princeton University Press.