Politiques monétaires : dans la trappe ?

Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Christine Rifflart

▶ **To cite this version:**

Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu, Christine Rifflart. Politiques monétaires : dans la trappe ?. Revue de l'OFCE, 2008, 107, pp.285-306. hal-01022404

HAL Id: hal-01022404

https://sciencespo.hal.science/hal-01022404

Submitted on 10 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

POLITIQUES MONÉTAIRES : DANS LA TRAPPE ? *

Département analyse et prévision de l'OFCE

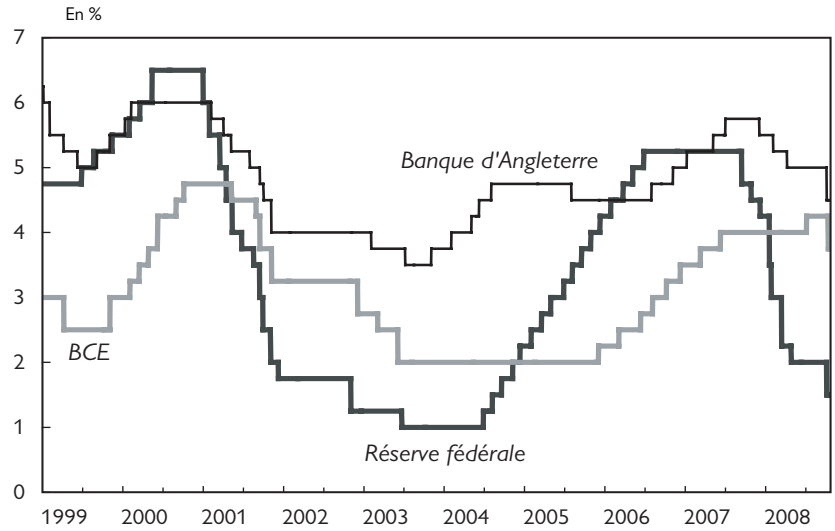
Depuis la panique qui s'est déclenchée à l'été 2007 sur les marchés financiers et face aux risques de récession qui pèsent sur les économies, les grandes banques centrales n'ont pas ménagé leurs efforts. La Réserve fédérale, et dans une moindre mesure la Banque d'Angleterre, ont mené jusqu'en mai 2008 un round de baisse de taux d'intérêt directeur tandis que la BCE, dans un sursaut d'inquiétude face au risque d'une hausse de l'inflation, relevait une dernière fois le sien le 8 juillet. Mais la faillite de Lehman Brother le 15 septembre a contraint les autorités monétaires à une nouvelle action coordonnée et forte de baisse des taux, action facilitée par le repli des prix du pétrole et les signes croissants d'affaiblissement des économies. Le mouvement devrait s'achever aux États-Unis fin octobre avec la baisse à 1 % des Fed funds. *La BCE pourrait réduire son taux à 3,25 % d'ici le début 2009 et la Banque d'Angleterre, à 3,75 % dans le courant du deuxième semestre 2009. Mais surtout, en l'absence de transmission de la politique monétaire aux marchés, du fait de la défiance des banques à se prêter entre elles et des primes de risque demandées sur les faibles volumes échangés, les banques centrales ont dû intervenir massivement sur le marché interbancaire. D'importantes injections de liquidités ont été faites en même temps que se multipliaient les facilités de paiements auprès de l'ensemble des banques.*

Mais ces politiques monétaires pourraient se retrouver piégées dans une trappe à liquidité si la confiance ne revenait pas rapidement sur les marchés. D'une part, la chute des taux sur les obligations publiques témoigne de la fuite de l'épargne vers les actifs les moins risqués. Alors que les taux sur les prêts interbancaires demeurent très élevés, les taux sur les titres publics sont quasiment nuls. D'autre part, la rapide dégradation des bilans des banques menace de conduire à un apurement par restriction des conditions de crédits. Cette crainte est visible dans les réponses aux enquêtes auprès des banques mais n'est pas validée par les données de prêts. Seul le secteur hypothécaire des États-Unis semble véritablement en situation de credit crunch. *Dans l'hypothèse où les banques ne voudraient plus prêter aux ménages ni aux entreprises, une relance budgétaire pourrait s'avérer alors nécessaire.*

* Ont contribué à cette étude spéciale : Matthieu Lemoine, Catherine Mathieu et Christine Rifflart.

Depuis août 2007, le marché interbancaire est perturbé par la défiance entre banques et celles-ci peinent à s'y refinancer. Les grandes banques centrales gèrent cette crise en injectant au coup par coup des liquidités et en adaptant leurs procédures de refinancement du système bancaire. En outre, la Réserve fédérale et, dans une moindre mesure, la Banque d'Angleterre ont mené jusqu'en mai 2008 un round de baisse de taux pour limiter les conséquences de la crise sur l'économie réelle. De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a remonté son taux directeur en juillet 2008, pour éviter les risques d'effets de second tour liés aux hausses des prix de l'énergie (graphique 1). Cette décision s'est rapidement révélée inappropriée face à la panique déclenchée par la faillite de Lehman Brothers qui a contraint l'ensemble des grandes banques centrales à procéder de concert à une baisse de 0,5 point de leur taux directeur. Cette décision est d'abord motivée par le risque de récession. Elle est également facilitée par le recul du prix de l'énergie.

1. Taux directeurs



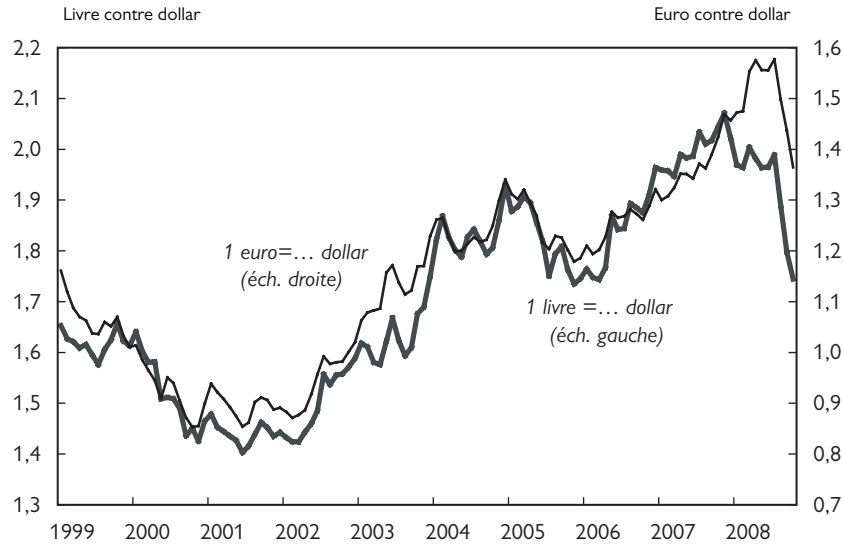
Sources : Banques centrales nationales.

Si jusqu'au début de l'année 2008 l'euro avait tiré parti de l'avantage de taux d'intérêt dans la zone euro et surtout du sentiment que, peut-être, la situation était meilleure ici qu'outre-Atlantique, la situation s'est modifiée depuis (graphique 2). La crise est apparue comme mondiale, les banques européennes étant elles aussi frappées par la crise des subprime. La conjoncture européenne enfin, que l'on pensait solide, s'est elle aussi retournée. Dans ce contexte de défiance à l'égard de marchés financiers et d'assainissement des bilans des banques, la fuite vers les titres publics

américains qui apparaissent encore comme l'un des derniers refuges des investisseurs explique probablement le récent rebond du dollar. D'autant que l'engagement sans faille de l'ensemble des autorités américaines (Réserve fédérale, Trésor et administration) pour enrayer la crise est de nature à rassurer les investisseurs étrangers.

Dans ce contexte de défiance à l'égard de marchés financiers et d'assainissement des bilans des banques, la fuite vers les titres publics américains qui apparaissent encore comme l'un des derniers refuges des investisseurs explique probablement le récent rebond du dollar. D'autant que l'engagement sans faille de l'ensemble des autorités américaines (Réserve fédérale, Trésor et administration) pour enrayer la crise est de nature à rassurer les investisseurs étrangers.

2. Taux de change



Source : Global Insight.

États-Unis : la Fed en état d'urgence

En août 2007, la Réserve fédérale entrait en action pour faire face à la crise qui venait de se déclencher sur les marchés financiers et soutenir une économie en net ralentissement. Elle a réagi rapidement, recourant dans un premier temps à ses instruments traditionnels. Entre le 18 septembre 2007 et le 30 avril 2008, le taux cible des *Fed Funds* est passé de 5,25 % à 2 % et le taux principal d'escompte (*primary rate* du *discount window*) de 6,25 % à 2,25 %, réduisant la marge avec le taux directeur de 1 à 0,25 point sur la période. Mais en dépit de l'importance de la crise,

la Réserve fédérale a interrompu son mouvement baissier, contrainte par l'accélération de l'inflation. Cette pause de plusieurs mois contraste avec la baisse franche et régulière qui avait eu lieu lors du ralentissement de 2000-2001. À l'époque, les taux étaient descendus de 6,25 % à 1,75 % en à peine 1 an. Mais l'inflation est plus élevée aujourd'hui qu'à l'époque : elle est supérieure à 4 % depuis octobre 2007 (5,4 % en août 2008) contre un maximum à 3,5 % en 2001. Sur un marché monétaire fonctionnant normalement, les taux d'intérêt réels seraient aujourd'hui négatifs et même beaucoup plus bas qu'en 2001. Or aujourd'hui, le niveau exceptionnellement élevé des primes de risques, mesurées par le TED (Treasury – EuroDollar), soit l'écart entre le taux pratiqué sur le marché interbancaire et les taux des titres sans risque, fait que la politique monétaire menée par la Fed a du mal à s'imposer au marché. Ménages et entreprises continuent d'emprunter à des taux élevés qui ne reflètent pas la politique de la Réserve fédérale.

Dès lors, au-delà de sa mission de stabilisation conjoncturelle (*via* un objectif de plein emploi, de stabilité des prix et des taux d'intérêt à long terme bas), le contexte exceptionnel rappelle l'importance de ses autres missions :

— assurer la supervision et la régulation des institutions bancaires ;

— maintenir la stabilité du système financier et contenir le risque systémique ;

— fournir des services financiers aux institutions de dépôts, au gouvernement fédéral et aux institutions officielles étrangères.

Depuis plusieurs mois, la Réserve fédérale tente d'assurer le fonctionnement des marchés face à la contrainte de liquidités, de faire en sorte que les banques tiennent leur rôle d'intermédiaires financiers et transmettent aux agents non financiers la politique monétaire de la Banque centrale.

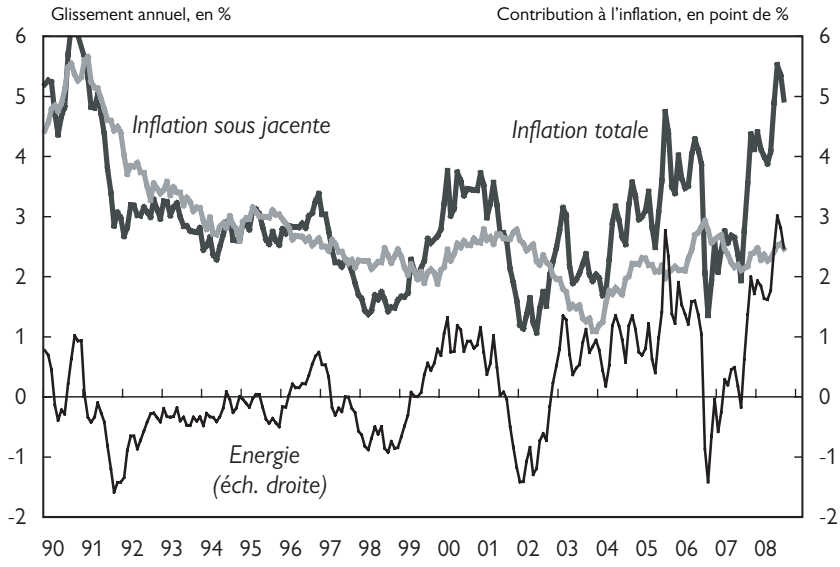
Exit le risque inflationniste et nouvelle baisse des taux

Avec une inflation passée de 4,2 % à 5,9 % sur un an entre août 2007 et août 2008, et malgré une économie qui donnait d'importants signes de faiblesse en dépit du plan de relance de février, les craintes de pressions inflationnistes alimentées par d'éventuelles hausses des salaires avaient repris de l'intensité dans le courant de l'été et suspendu la détente monétaire (graphique 3). Si l'arbitrage entre récession et inflation avait jusqu'alors plaidé pour une baisse des taux, la hausse des prix du pétrole s'est progressivement répercutée dans les prix et a freiné un mouvement qui était de fait proche de son terme. La hausse des prix à la production (hors énergie et produits alimentaires) s'est accélérée à la fin 2007 et l'inflation sous-jacente a elle-même augmenté de 0,3 point (graphique 4).

Néanmoins avec la modération des pressions inflationnistes qui a accompagné la baisse du prix du pétrole depuis septembre, les anticipations d'inflation ont été révisées à la baisse. Par ailleurs, l'intensification de la crise financière depuis la mi-septembre fait craindre un nouveau durcissement de la crise économique. Dès lors, la marge de manœuvre de la Banque centrale pour une nouvelle baisse des taux s'élargit. Après le maintien des taux des *Fed funds* à 2 % pendant plusieurs mois, une action coordonnée des banques centrales (Fed, BCE, et autres) a fait baisser le 8 octobre le taux objectif des *Fed funds* de 0,5 point à 1,5 %, et de 0,5 point le taux principal d'escompte (*Primary discount window*) à 1,75 %.

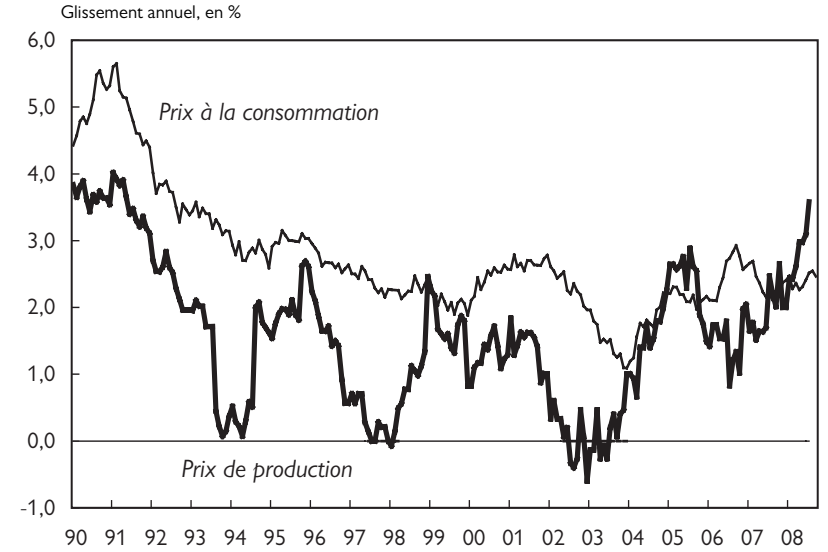
Cette décision a été suivie d'une dernière baisse des taux à 1 %, lors de la réunion du *Federal Open Market Committee* (FOMC) de fin octobre. En effet, les risques inflationnistes sont désormais écartés. L'inflation sous-jacente devrait ralentir progressivement du fait de la baisse de la pression salariale, vers 2,5 %, tout comme l'indice global. Mais surtout la fin de l'impact du plan de relance sur l'économie, voté en février, va révéler l'ampleur de la crise économique. Il est en effet très probable que le troisième trimestre affiche une baisse du PIB (- 0,2 % dans nos prévisions) (graphique 5).

3. Prix à la consommation



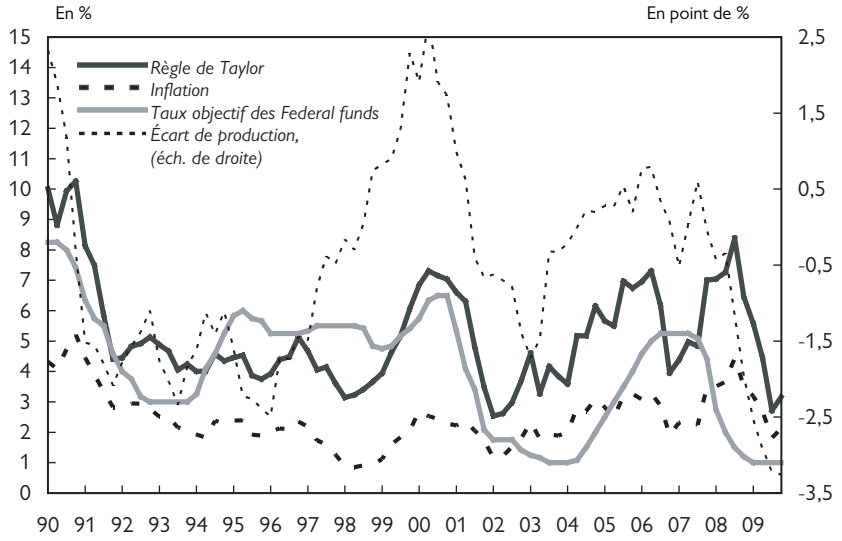
Source : BLS.

4. Prix hors énergie et alimentation



Source : BLS.

5. Règle de Taylor estimée pour les États-Unis



Sources : OCDE, Réserve fédérale, BLS.

La technique au service des marchés

Si la politique de baisse des taux directeurs reste cohérente avec les anticipations de récession et la baisse du taux d'inflation, la Réserve fédérale a mis en place depuis l'hiver dernier un large échantillon d'instruments destinés à injecter des liquidités dans les rouages de la machine financière. En plus d'assurer le fonctionnement du marché, cette méthode offre également aux banques la possibilité d'augmenter leur rémunération en jouant sur les différentiels de taux.

Les interventions auprès des primary dealers

Les opérations se font au travers des *Primary Dealers Credit Facility* (PDFC) et des *Term Securities Lending Facility* (TSLF). Leur existence a été reconduite jusqu'au 30 janvier 2009.

Le PDFC, créé le 16 mars 2008 au moment de la faillite de Bear Sterns, offre des facilités de prêts au jour le jour aux établissements éligibles.

Le TSLF consiste en un échange sur une période de 28 jours, de titres de bonne qualité contre des titres sans risque (bons du Trésor ou titres notées AAA) destiné à faciliter les prêts. Depuis le 7 mai, les titres pouvant être utilisés comme collatéral dans les opérations sont élargis aux *Asset Backed Securities* notés AAA/Aaa.

Celles auprès de l'ensemble des institutions de dépôts...

Les *Term Auction Facility* (TAF) sont des facilités de prêts sous forme d'enchères ouvertes à toutes les institutions de dépôts et en échange d'un large échantillon de collatéraux. Le 29 septembre dernier, pour prévenir d'éventuelles paniques sur les craintes d'une pénurie de liquidités en fin d'année, la Réserve fédérale a annoncé de nouveaux TAF ainsi que deux *Forward TAF (TAF* à échéance plus courte pour clore la fin d'année). Le tableau indique clairement la progression des injections par la Fed et l'allongement des maturités. À la fin 2008-début 2009, 900 milliards d'encours seront en circulation dans les banques.

... et auprès des marchés financiers en dehors des États-Unis...

Pour permettre à d'autres banques centrales d'intervenir sur les marchés financiers, des accords temporaires de *swaps* de devises ont été mis en place entre la Fed, la BCE et la Banque nationale Suisse (BNS). Ainsi, la Fed s'engageait au printemps à fournir jusqu'à 50 milliards de dollars à la BCE et 12 milliards à la BNS si besoin, les lignes étant ouvertes jusqu'au 30 janvier 2009.

Depuis le 29 septembre, les lignes de *swaps* de devises ont été révisées à la hausse et le réseau de banques centrales s'est élargi. La Fed est donc engagée désormais avec la Banque du Canada (30 milliards), la Banque d'Angleterre (80), la Banque du Japon (120), la Banque nationale du Danemark (15), la BCE (240), la Banque de Norvège (15), la Banque d'Australie (30), la Banque de Suède (30), et la Banque nationale Suisse (60) pour un total de 620 milliards de dollars contre 290 milliards précédemment. Ces accords courent jusqu'au 30 avril 2009.

Term Auction Facility

Date de l'enchère	Montant	maturité
17 décembre 2007	20 milliards de dollars	28 jours
20 décembre 2007	20 milliards de dollars	35 jours
14 janvier 2008	30 milliards de dollars	28 jours
28 janvier 2008	30 milliards de dollars	28 jours
11 février 2008	30 milliards de dollars	28 jours
29 février 2008	30 milliards de dollars	28 jours
10 mars 2008	50 milliards de dollars	28 jours
24 mars 2008	50 milliards de dollars	28 jours
7 avril 2008	50 milliards de dollars	28 jours
21 avril 2008	50 milliards de dollars	28 jours
5 mai 2008	75 milliards de dollars	28 jours
19 mai 2008	75 milliards de dollars	28 jours
2 juin 2008	75 milliards de dollars	28 jours
16 juin 2008	75 milliards de dollars	28 jours
30 juin 2008	75 milliards de dollars	28 jours
14 juillet 2008	75 milliards de dollars	28 jours
28 juillet 2008	75 milliards de dollars	28 jours
11 août 2008	25 milliards de dollars	84 jours
12 août 2008	50 milliards de dollars	28 jours
25 août 2008	75 milliards de dollars	28 jours
8 septembre 2008	25 milliards de dollars	84 jours
9 septembre 2008	50 milliards de dollars	28 jours
22 septembre 2008	75 milliards de dollars	28 jours
6 octobre 2008	150 milliards de dollars	85 jours
20 octobre 2008	150 milliards de dollars	28 jours
3 novembre 2008	150 milliards de dollars	84 jours
10 novembre 2008*	150 milliards de dollars	17 jours
17 novembre 2008	150 milliards de dollars	28 jours
24 novembre 2008 *	150 milliards de dollars	13 jours
1 décembre 2008	150 milliards de dollars	84 jours
15 décembre 2008	150 milliards de dollars	28 jours
29 décembre 2008	150 milliards de dollars	83 jours

*: forward TAF.
Source : Réserve fédérale.

Enfin, directement auprès d'autres grands piliers du système

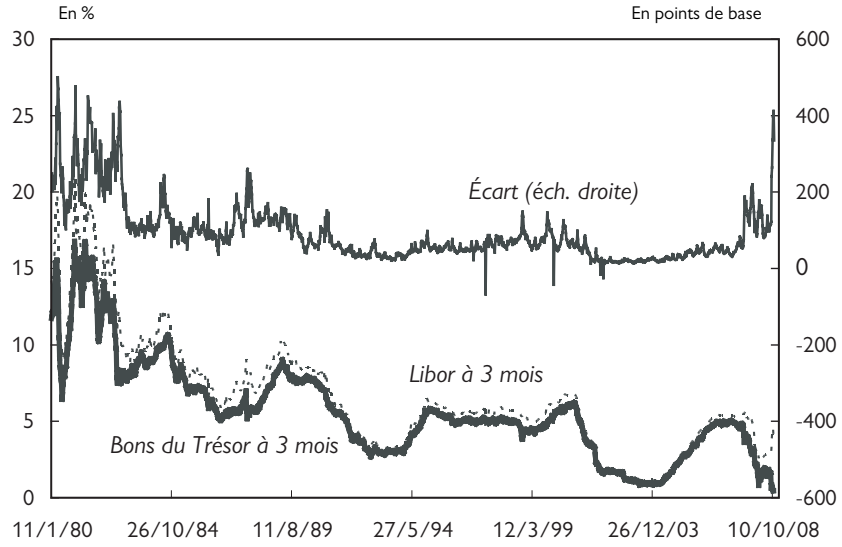
Pour les entreprises financières et non financières en mal de liquidités à court terme, la Reserve fédérale a proposé d'intervenir directement sur le marché des titres de trésorerie (*Commercial Paper*).

Si de nombreux établissements financiers ont fermé, ou ont été rachetés, l'Etat est intervenu pour éviter un effet systémique sur le marché. Ainsi, rien n'a été fait pour sauver Lehman Brother le 15 septembre dernier, mais l'État a pris le contrôle d'AIG, premier assureur mondial et a injecté 85 milliards de dollars de capitaux à cette occasion. Par ailleurs, Freddie Mac et Fannie Mae, les deux organismes de financement hypothécaire qui garantissent 45 % des encours hypothécaires sur le marché sans risque (*prime market*), ont été de fait nationalisés puisque mis sous la tutelle de l'État.

L'impact sur les marchés : *credit crunch*, trappe à la liquidité ou autre ?

D'une moyenne de 0,5 point sur les quinze années antérieures à 2007, les *spreads* entre le taux interbancaire et les bons du Trésor à 3 mois sont montés à 1,5 point en moyenne entre le début 2008 et le 15 septembre, avant d'exploser à 4 points, après la faillite de la banque Lehman Brothers *(*graphique 6*)*.

6. Taux avec et sans risque et prime de risque à 3 mois



Sources : Réserve fédérale, Presse quotidienne.

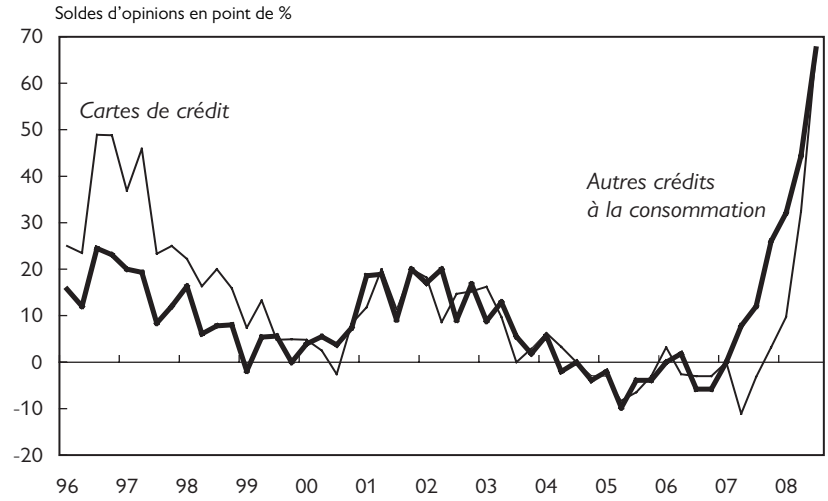
Le *LIBOR*, taux interbancaire à échéance courte (1, 2 ou 3 mois), s'envole de plus de 2 points tandis que les échéances à 1 an n'augmentent que de 1,18 point. Ces disparités reflètent bien le besoin de trésorerie à court terme des agents financiers. Mais surtout, pendant que les tensions sur le marché interbancaire s'exacerbent, la fuite des investisseurs vers les bons du Trésor américain, jugés ultimes titres sans risque, se traduit par une baisse des taux courts publics vers des niveaux proches de zéro.

Les tensions sur les marchés financiers se sont traduites à la fois par un resserrement quantitatif de l'accès au crédit et un renchérissement des primes de risque exigées par les prêteurs. Au deuxième trimestre 2008, le marché du crédit hypothécaire a été quasiment gelé. En flux nets, seulement 81 milliards de dollars ont été distribués aux ménages contre une moyenne de 1 140 milliards entre mi-2005 et mi-2006. On peut parler d'un *credit crunch* sur ce marché, ce que reflètent d'ailleurs les enquêtes du *Senior Loan Officer (SLO)* auprès des banques. Au-delà de ce qui se passe sur le marché du crédit hypothécaire, plus inquiétante est peut-être la réponse des banques sur les conditions de crédits octroyés sur les autres segments de prêts. Ainsi, le durcissement des conditions de prêts *via* les cartes de crédits et autres prêts à la consommation n'a jamais été aussi brutal et général parmi les banques (graphique 7). Cela reste encore peu visible dans les données de crédits, si l'on excepte le mois d'août. La progression de l'encours des crédits à la consommation a ralenti, mais reste sur des rythmes de croissance de 4 % l'an. Néanmoins, l'encours a baissé en août, validant peut être les enquêtes. Concernant les entreprises, les conditions de prêts se sont également durcies (graphique 8). Néanmoins, elles n'apparaissent qualitativement guère plus restrictives qu'en 2001, lors de la crise des nouvelles technologies sur les grandes entreprises. Les petites entreprises souffriraient davantage, d'autant qu'en plus de ce resserrement quantitatif, les banques augmentent sensiblement leur marges sur les taux offerts à leurs clients (graphique 9). En plus de *spreads* déjà très élevés sur le marché interbancaire, les banques relèvent fortement leurs marges, notamment auprès des petites entreprises.

Si l'offre de crédit aux entreprises venait à se resserrer du coté des banques, les entreprises devraient alors se tourner vers d'autres sources pour financer leurs investissements. Or les conditions de financement sur le marché de la dette obligataire se sont brutalement dégradées depuis mi-septembre. Le rendement sur les obligations des entreprises industrielles a augmenté d'1 point jusqu'à la mi-octobre (graphique 10), revenant à des niveaux proches de ceux de 2001, pour une situation profondément différente. Cette situation contraste donc tragiquement avec ce qu'on observe sur le marché des titres publics qui eux bénéficient d'un effet qualité. À la recherche de sécurité dans un monde très incertain, les investisseurs sont prêts à acheter des titres dont le rendement est très faible. Dès lors, si la fuite vers la qualité se traduit par un assèchement du crédit interbancaire, et que toute baisse des taux

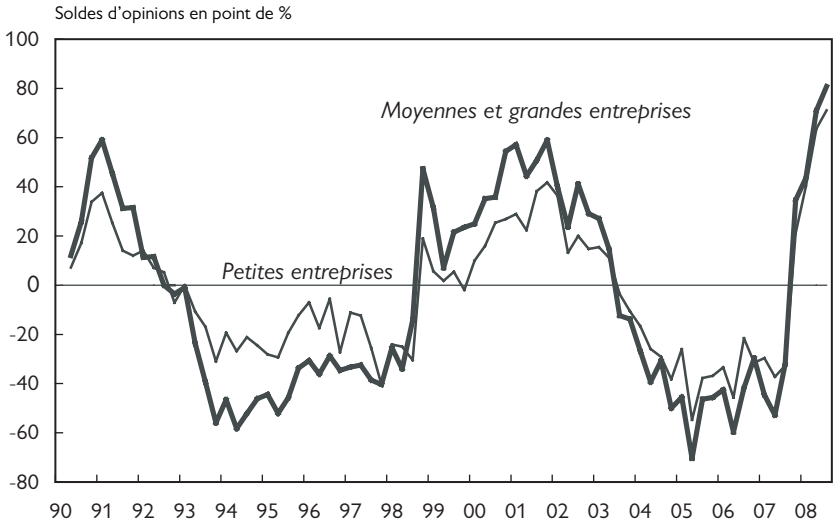
directeurs ne se répercute pas sur l'emprunteur final mais sert davantage à redresser le bilan des banques, alors la politique de la Réserve fédérale se doit d'être accompagnée par une politique active de relance budgétaire, quitte à accroître l'émission de bons du Trésor et satisfaire encore un peu les envies des investisseurs.

7. Enquêtes sur le resserrement des conditions de crédits à la consommation aux ménages



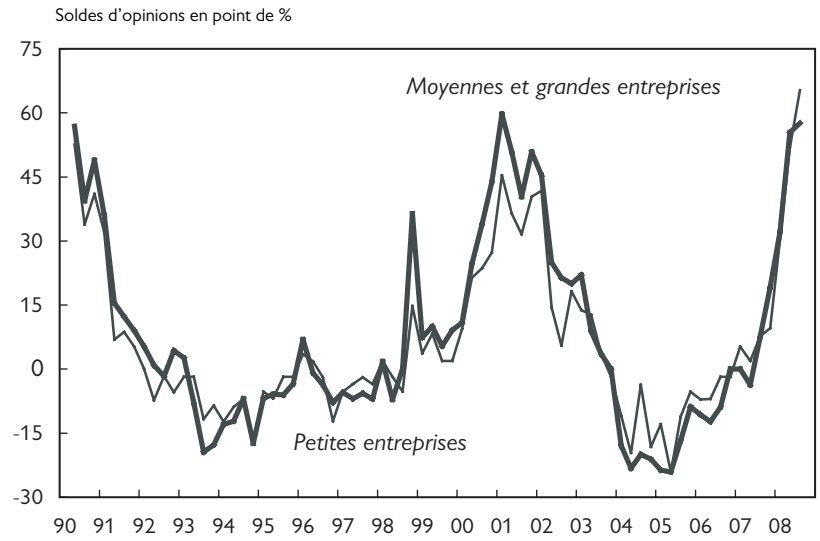
Source : Senior Loan Officer Opinion Survey.

8. Enquêtes sur les *spreads* de taux sur les prêts aux entreprises industrielles et commerciales



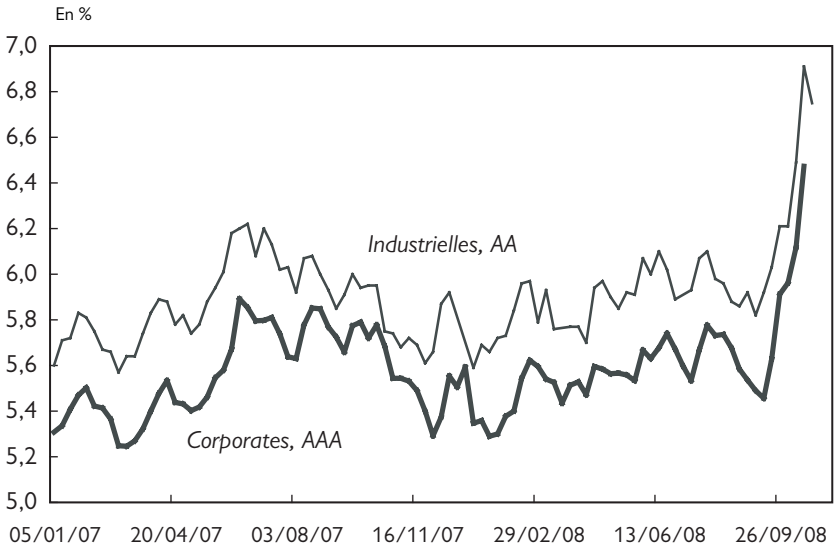
Source : Senior Loan Officer Opinion Survey.

9. Enquêtes sur le resserrement des conditions de crédits aux entreprises industrielles et commerciales



Source : Senior Loan Officer Opinion Survey.

10. Taux sur les obligations industrielles



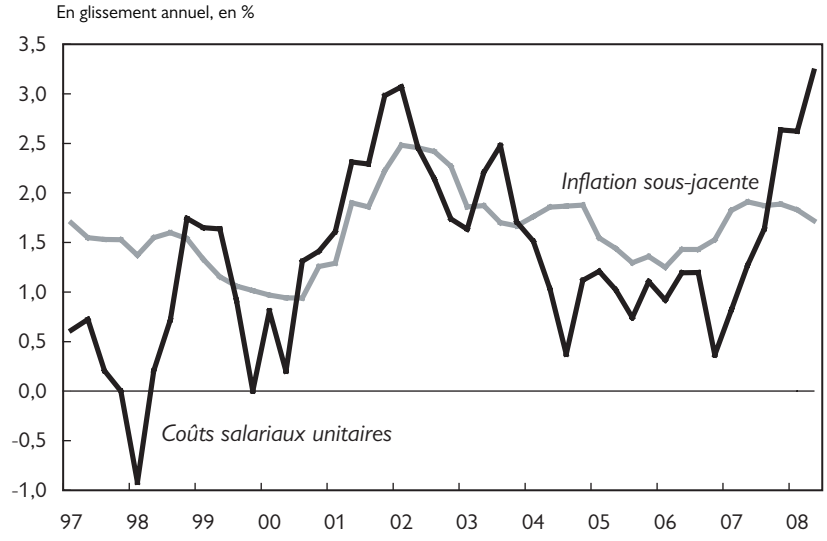
Source : Moody's.

Zone euro : virage à 180°

Début juillet, le ralentissement de la croissance du deuxième trimestre n'étant pas encore connu, la BCE remontait les taux de 0,25 point, à 4,25 %, considérant les fondamentaux économiques comme « sains » et s'inquiétant de l'envolée des prix de l'énergie et de l'alimentation, ainsi que des risques d'effet de second tour. Elle mettait notamment en avant les pressions exercées par l'accélération des coûts salariaux unitaires sur l'inflation sous-jacente (graphique 11). Les injections de liquidité lui semblaient alors suffisantes pour gérer la crise financière. Début septembre, ses prévisions pour 2009, d'une croissance se maintenant à 1,2 % et d'une inflation persistant à 2,6 %, venaient conforter sa politique anti-inflationniste.

Face, d'une part, à un recul marqué des prix de l'énergie et, d'autre part, à l'intensification de la crise financière, la BCE a revu brutalement en octobre sa « balance des risques », jugeant à présent les risques sur la croissance prépondérants. En conséquence, conjointement aux autres grandes banques centrales, la BCE a baissé son taux directeur (taux Refi) de 0,5 point (à 3,75 %) et a resserré de 1 à 0,5 point le corridor des taux de prêt (*marginal lending facility*) et de dépôt (*deposit facility*) illimité.

11. Inflation sous-jacente et coûts salariaux unitaires dans la zone euro



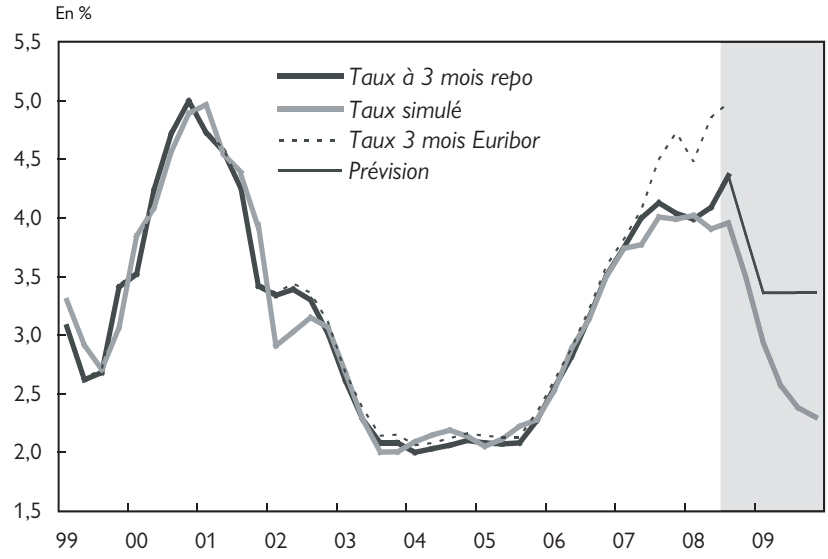
Source : Eurostat.

Retour temporaire à la règle de Taylor

Selon une règle de Taylor estimée à partir du comportement passé de la BCE, le taux à 3 mois baisserait de 1,5 point à l'horizon de notre prévision (y compris la baisse de 0,5 point décidée le 8 octobre 2008) (graphique 12). Notre règle modélise le taux d'intérêt Repo à 3 mois et non le taux Euribor à 3 mois. En effet, grâce à son collatéral, le taux Repo n'est pas affecté par une importante prime de risque, ce qui est le cas de l'Euribor, et reste lié au taux directeur de la BCE. En appliquant la règle de Taylor sous ces hypothèses, on peut prévoir une baisse de 1,5 point résultant dans un premier temps de la croissance quasi-nulle au second semestre 2008, puis du retour de l'inflation à sa cible au cours de l'année 2009.

Nous ne retenons en prévision qu'une baisse de 1 point en deux fois, 0,5 point en 2008T3 (baisse déjà réalisée) et 0,5 point en 2008T4. En raison des risques d'effets de second tour sur l'inflation, la BCE a en effet décidé de ne pas suivre la règle sur la période récente, notamment en remontant ses taux en juillet 2008. Si la crise financière devait faire changer à court terme l'orientation de la politique monétaire, nous supposons que le retour à la normale, prévu dans notre scénario pour début 2009, devrait conduire à une stabilisation du taux directeur.

12. Règle de Taylor estimée pour la zone euro *

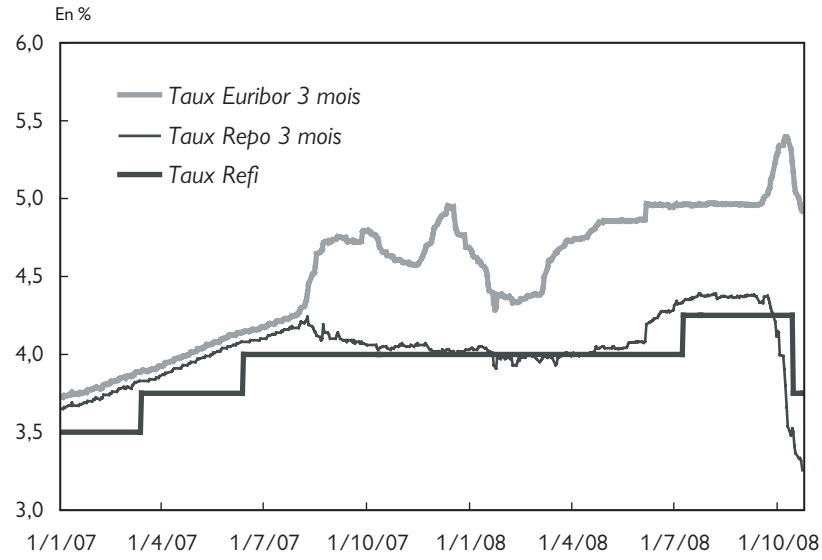


* Règle estimée sur la période 1998T1-2008T2 à partir du taux Repo à 3 mois (chaîné avant mars 2002 avec le taux Euribor).
Sources : BCE, calculs et prévision OFCE, octobre 2008.

Dans le contexte d'un marché interbancaire défaillant et d'une fuite vers la qualité, la politique monétaire est-elle encore efficace ? Les baisses de taux, qu'elles soient de 1 ou de 1,5 point, auront-elles un effet ?

D'abord, quel est l'impact des disfonctionnements du marché interbancaire sur la politique monétaire ? À partir d'août 2007, la défiance sur le marché interbancaire a créé une prime de risque d'environ 0,75 point en moyenne entre le taux à 3 mois interbancaire (Euribor) et le taux directeur de la BCE (Refi, graphique 13). Par contre, le taux à 3 mois de refinancement (Repo) a continué à suivre le taux directeur, puisqu'il restait garanti par son collatéral. À la suite de la panique déclenchée le 16 septembre 2008 par la faillite de Lehman Brothers, le taux interbancaire a encore augmenté de 0,4 point. Si le nombre de transactions n'est pas connu, il semblerait que le marché interbancaire ait alors totalement arrêté de fonctionner. En témoigne l'absence d'effet de la baisse de 0,5 point du taux directeur le 8 octobre 2008. Enfin, après l'annonce par l'Eurogroupe le 12 octobre 2008 d'un plan de garantie des prêts interbancaires, le taux Euribor s'est détendu, même s'il n'a toujours pas intégré le récent assouplissement de la BCE.

13. Taux directeur et taux à 3 mois de type Euribor et Repo



Source : Global Insight.

Des banques refinancées en direct

En l'absence de relai du marché interbancaire, la BCE a dû intervenir par de multiples canaux pour assurer une liquidité suffisante au secteur bancaire [1]. Ces mesures ont consisté en :

— des injections exceptionnelles au jour le jour en août 2007 ;

— un allongement de la durée des prêts avec une augmentation des montants des prêts à 3 mois et une diminution de ceux des prêts à 7 jours ;

— une opération principale de refinancement illimitée en décembre 2007 (sur 16 jours au lieu de 7) pour faciliter la clôture des comptes des banques ;

— des actions concertées avec les autres grandes banques centrales de prêts en dollars aux banques de la zone euro ;

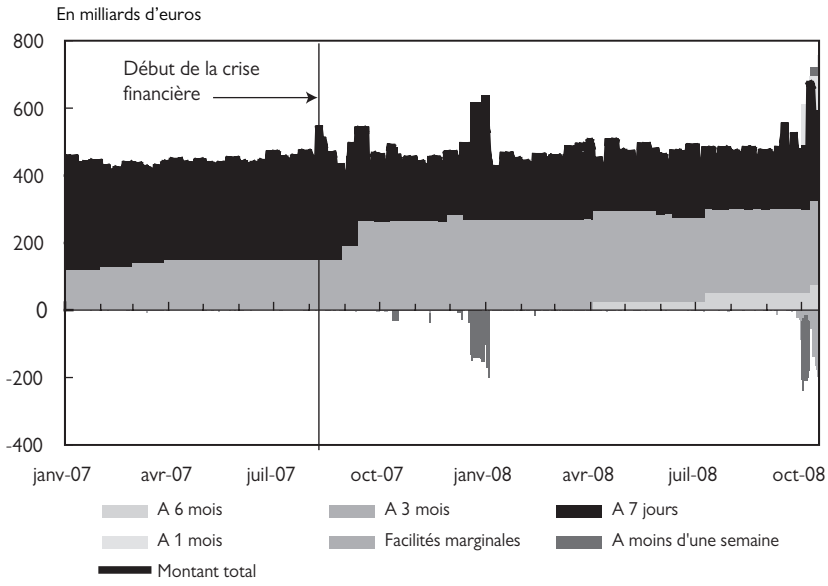
— remplacement à partir du 8 octobre 2008 du système d'enchère (calé sur le taux Refi comme plancher) par des refinancements à taux fixe (au taux Refi) pour les opérations principales de refinancement.

Au total, jusqu'à la mi-septembre 2008, les injections ont toujours été temporaires et le montant total de liquidité injectée est resté stable à environ 460 milliards d'euros (graphique 14).

Au cours du mois suivant la faillite de Lehman Brothers, le montant total de liquidités a augmenté (540 milliards d'euros à la mi-octobre) à la suite de trois évolutions : les opérations principales de refinancement (à 7 jours) sont passées de 177 à 310 milliards d'euros ; une opération de refinancement à long terme a été ajoutée (à un mois) pour 120 milliards d'euros ; le solde des facilités marginales de prêt et de dépôt est passé de - 137 à - 198 milliards d'euros. Le fort recours aux facilités marginales de prêt et de dépôt de la BCE est un signal supplémentaire de la panne du marché interbancaire. Les opérations de refinancement de la BCE s'étant substituées au marché interbancaire, il ne faut pas interpréter la dérive du taux interbancaire comme une hausse du coût de refinancement des banques. Celui-ci est finalement toujours sous le contrôle de la BCE *via* ses taux de refinancement. Toutefois, les crédits à taux variable sont généralement indexés sur l'Euribor. De ce fait, alors que les conditions monétaires dans la zone euro semblent se détendre, en raison de la politique monétaire plus accommodante et de la dépréciation de l'euro (graphique 15), les ménages et les entreprises ne voient pour l'instant pas les effets de la baisse du taux directeur sur le coût du crédit. Tant que le taux Euribor reste dénué de sens, une mesure simple serait d'indexer provisoirement les taux variables sur le taux directeur de la BCE.

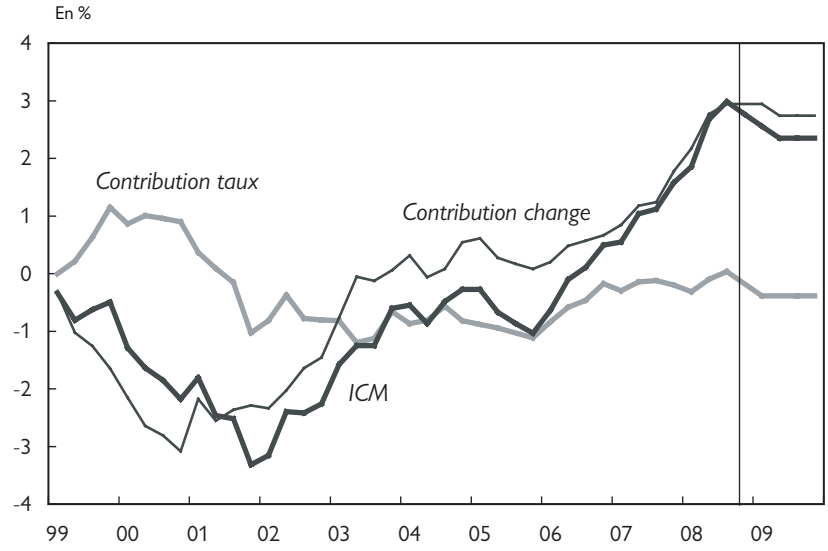
1. Pour une revue détaillée de ces interventions, voir Bentoglio G., 2008, « Les mesures prises par la BCE pour gérer la crise de liquidité », *Etude éco*, n°18, Allianz Global Investors.

14. Injections de liquidité



Source : Allianz Global Investors.

15. Conditions monétaires dans la zone euro



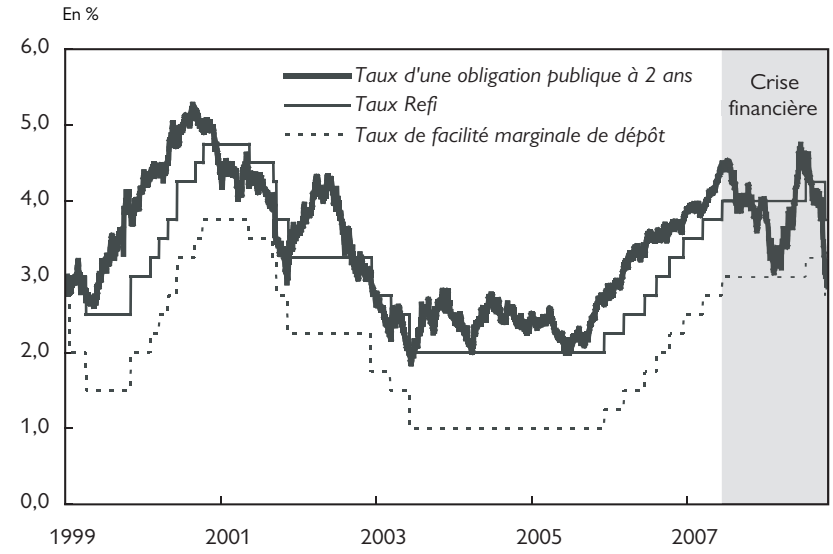
Note : L'ICM est calculé à partir du taux de change effectif et d'une combinaison des taux Refi et de long terme.
Sources : FMI et OCDE, calculs et prévision OFCE, octobre 2008.

La BCE dans la trappe ?

Malheureusement, même avec une indexation des taux variables sur le taux directeur de la BCE, cette détente n'aurait aucun impact sur la demande intérieure de la zone euro en cas de restriction quantitative du crédit, et la politique monétaire serait alors piégée dans une trappe à liquidité. Dans ce cas de figure, la préférence pour les actifs liquides est infinie, ce dont témoigne l'engouement pour les bons du Trésor ou le plus fort recours aux facilités de dépôts. Alors qu'il était généralement affecté d'une prime de risque positive relativement au taux Refi de la BCE, le taux des obligations publiques à 2 ans de la zone euro, actif liquide et sûr, est par exemple descendu à un niveau exceptionnellement bas relativement à ce taux, proche du taux de facilité marginale de dépôt de la BCE (graphique 16).

Dans ces conditions, la politique monétaire perd son efficacité, le refinancement supplémentaire accordé par les banques centrales ne relance pas le crédit et le recours à la politique budgétaire devient indispensable. La dernière enquête sur les conditions de crédit (*Bank Lending Survey*) n'indique pas de resserrement marqué [2], mais, celle-ci datant du mois d'août, on ne peut exclure un tel resserrement depuis la mi-septembre.

16. Taux d'intérêt dans la zone euro



Source : Global Insight.

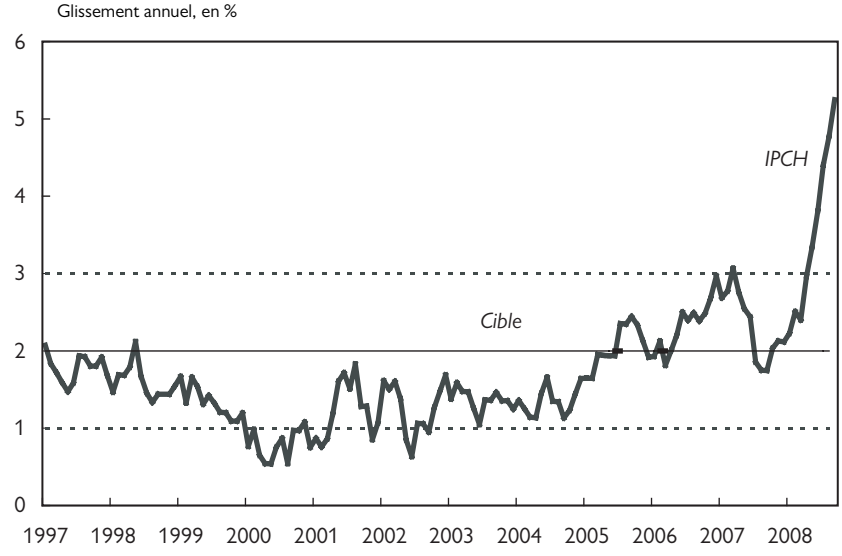
2. Voir dans ce dossier « Finance : rien ne va plus ! ».

Royaume-Uni : pragmatisme sous contraintes

La Banque d'Angleterre a vu sa tâche se compliquer de jour en jour depuis l'été 2007 sur fond d'accroissement de l'inflation, de ralentissement de l'économie et d'amplification de la crise financière.

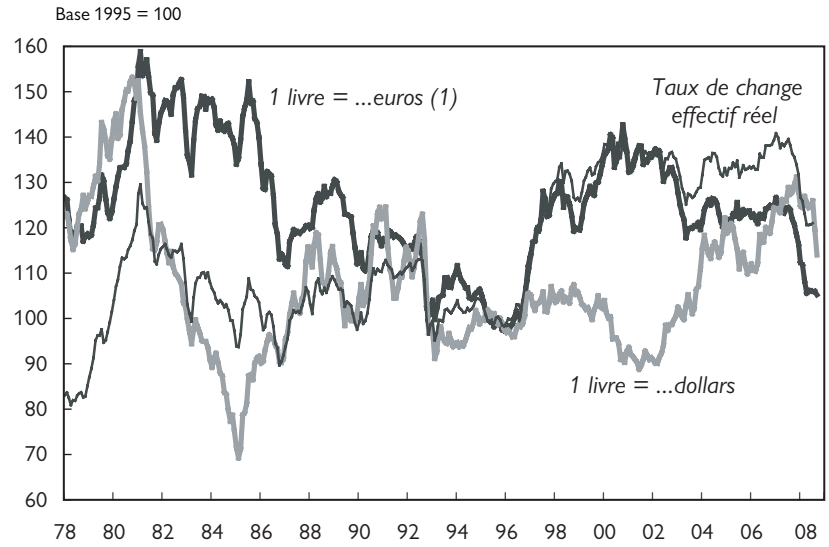
L'inflation, mesurée selon l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avait atteint un point bas à l'été 2007 en s'établissant à 1,7 % en glissement sur un an. Mais elle a accéléré à partir du printemps, atteignant 3 % en avril, soit le haut de la cible de la politique monétaire, déclenchant l'envoi d'une lettre ouverte du gouverneur de la Banque d'Angleterre au chancelier de l'Echiquier pour expliquer pourquoi la cible d'inflation (2 % en termes d'IPCH avec une marge de +/-1%) était dépassée et comment la Banque allait agir pour ramener l'inflation dans sa cible. La hausse des prix reflète au Royaume-Uni, comme ailleurs dans le monde, celle des prix des matières premières énergétiques et alimentaires, mais la dépréciation de la livre sterling est venue amplifier le phénomène. Ainsi l'inflation a continué d'augmenter pour atteindre 5,2 % en septembre (graphique 17), alors qu'elle amorçait un repli dans la zone euro. Depuis l'été 2007, la devise britannique a perdu plus de 15 % par rapport à l'euro et 9 % par rapport au dollar américain ; le taux de change effectif réel de la livre sterling a baissé de 13 % (graphique 18).

17. Inflation au Royaume-Uni



Source : ONS.

18. Taux de change de la livre sterling



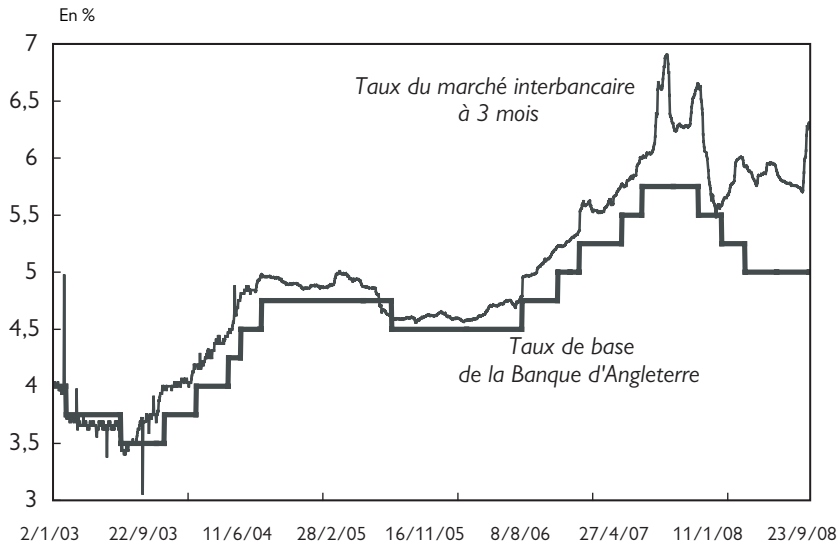
Sources : Banque d'Angleterre, FMI.

La baisse du taux de change est une bonne nouvelle, toutes choses égales par ailleurs, pour les exportateurs, dont les parts de marché n'avaient cessé de baisser au cours des dix dernières années de maintien de la livre à un niveau historiquement élevé. Mais la baisse de la livre a retardé l'assouplissement de la politique monétaire. Face au ralentissement anticipé de la croissance, la Banque d'Angleterre avait baissé son taux de base de 0,25 point en décembre dernier, puis à nouveau de 0,25 point en février et enfin au début d'avril. Elle a ensuite laissé le taux de base inchangé à 5 % jusqu'au 8 octobre. Elle s'est alors associée au mouvement de baisse concerté des banques centrales en baissant son taux de 0,5 point. Selon une règle de Taylor, le taux d'intérêt neutre serait proche de 6 %, en intégrant une constante de 2,75 % pour refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, une inflation de 4,7 % pour une cible de 2 %, et un écart de production proche de 0 selon les estimations du gouvernement. Les conditions monétaires se sont globalement assouplies depuis un an, bien que la crise bancaire limite l'impact de cet assouplissement en resserrant les conditions de crédit sur certains segments du marché.

La crise de confiance sur le marché interbancaire avait conduit les taux interbancaires à être supérieurs de 1 point au taux directeur de la Banque d'Angleterre au début de la crise en août 2007 (graphique 19). La prime de risque s'était annulée en janvier mais a ensuite recommencé a croître pour atteindre au début d'octobre 1,3 point. Les baisses de taux directeur décidées en février et en avril n'ont donc pas été répercutées sur le marché interbancaire, bien au contraire. Face à la hausse des taux

interbancaires, la Banque d'Angleterre est intervenue à de nombreuses reprises pour faciliter le financement de court terme des banques, la dernière mesure, à la date du 8 octobre, étant l'action menée conjointement avec la BCE, la Réserve fédérale, la Banque nationale suisse et la Banque du Japon pour fournir aux banques des liquidités en dollars. Les taux d'intérêt ont commencé à se détendre sur le marché interbancaire et s'approchaient de 6 % le 20 octobre. La crise sur le marché interbancaire est cependant loin d'être résolue. La Banque d'Angleterre n'est par ailleurs qu'un des acteurs venant au secours des banques du pays, l'autre étant l'État qui est intervenu en entrant dans le capital des banques en difficulté.

19. Taux directeurs et taux du marché interbancaire au Royaume-Uni



Source : Banque d'Angleterre.

La Banque d'Angleterre se trouve donc devoir gérer non seulement la crise bancaire, mais aussi le ralentissement rapide de l'activité qui appellerait une baisse rapide des taux d'intérêt, tandis que l'inflation ne donne pas encore de signe de ralentissement. Les indicateurs conjoncturels convergent depuis l'été pour signaler la poursuite du ralentissement de l'économie britannique et une entrée en récession au second semestre (selon la définition technique de deux trimestres consécutifs de baisse de croissance). La stabilisation récente des taux de change de la livre et la baisse des prix du pétrole, conjuguées au ralentissement de l'activité conduiront vraisemblablement à un ralentissement de l'inflation dans les prochains mois. Les salaires nominaux ont continué à progresser à des rythmes de 3,6 % depuis un an, sans montrer aucun signe d'accélération. Le taux de chômage, s'il

reste faible, s'est récemment orienté à la hausse (5,7 % en septembre, soit + 0,5 point en un trimestre). La baisse du prix des matières premières amorcée depuis l'été dernier, ainsi que la stabilisation du taux de change effectif de la livre inscrite dans notre prévision, permettraient de ramener l'inflation en deçà de 3 % à la mi-2009. La Banque d'Angleterre pourrait alors plus facilement réduire ses taux d'intérêt : une baisse de 0,25 point aurait lieu au premier trimestre, suivie de deux autres baisses d'ici à la fin 2009.