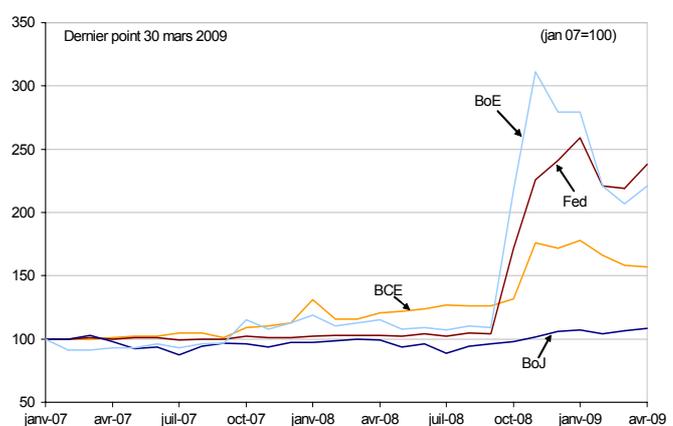


Politiques monétaires non conventionnelles : un bilan

- En réponse au ralentissement rapide de l'activité, les principales banques centrales ont fortement baissé leurs taux directeurs ces derniers mois. Ces politiques monétaires conventionnelles montrent cependant leurs limites : premièrement les marges de manœuvre des banques centrales sont désormais faibles (le taux cible de la Fed est entre 0 et 0,25 %, celui de la BCE à 1,25 %, celui de la Banque d'Angleterre (BoE) à 0,5 %), deuxièmement malgré les baisses passées des taux, les conditions monétaires et financières se sont partout fortement durcies et enfin les canaux de transmission des politiques monétaires conventionnelles ont été affaiblis par la crise financière.
- En parallèle à la baisse des taux directeurs, les principales banques centrales ont donc mis en place des politiques monétaires non conventionnelles, d'abord avec l'objectif de faire face à la crise de liquidité sur le marché interbancaire puis, alors que les limites des baisses de taux directeurs devenaient plus évidentes, avec l'objectif d'améliorer les conditions de financement dans l'ensemble de l'économie.
- Les mesures prises par la BCE ont conduit à une progression de son bilan de plus de 45 % entre septembre 2008 et janvier 2009. Pour le moment ces mesures ont principalement cherché à accroître la liquidité du marché interbancaire alors que les autres banques centrales ont aussi visé à influencer le prix de certains actifs financiers (publics ou privés) à travers leurs achats (Fed, Banque d'Angleterre et Banque du Japon).
- Les mesures prises par les autres banques centrales ont eu pour effet de faire baisser les taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe des taux, ce qui provoque des pressions à la baisse sur leurs monnaies, en particulier vis-à-vis de l'euro et peut aggraver les pressions déflationnistes en zone euro. C'est par exemple ce que l'on a observé après l'annonce du programme d'achat de bons du Trésor par la Fed le mercredi 18 mars, l'euro s'étant apprécié de près de 5 % sur la journée. Cette situation a conduit le Président de la BCE à annoncer que le conseil des gouverneurs décidera de nouvelles mesures non standard lors de sa réunion du 7 mai prochain. Il a également indiqué que si les circonstances le justifiaient, le taux directeur de 1,25 % pourrait être à nouveau diminué.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

Évolution de la taille du bilan de la BCE, de la BoE, de la BoJ et de la Fed



Source : Datastream

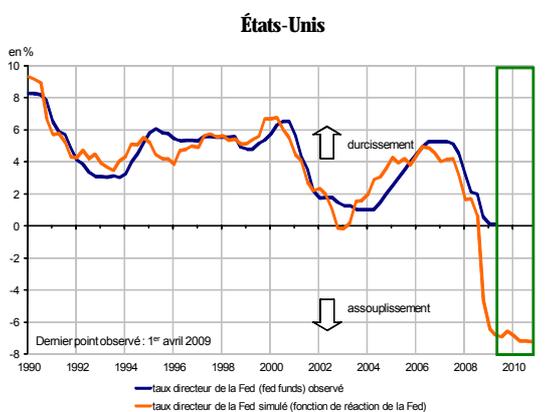
1. Malgré de fortes baisses des taux directeurs, les conditions monétaires et financières se sont fortement durcies en zone euro et aux États-Unis

1.1 Les banques centrales ont fortement baissé les taux directeurs. La BCE pourrait abaisser à nouveau les siens prochainement

Aux États-Unis, la Fed mène depuis fin 2008 une politique de taux zéro : le taux cible des *Fed funds*, a ainsi été baissé le 16 décembre dernier à une fourchette de 0 % à 0,25 % (contre une cible de 1 % auparavant). Cette politique s'explique par le comportement habituel de la Fed, tel que décrit par une fonction de réaction estimée en fonction de l'évolution de l'activité, de l'inflation et des tensions sur les marchés financiers¹. Cette fonction de réaction indiquait en effet qu'un taux cible négatif aurait dû être atteint dès l'automne 2008 (cf. graphique ci-dessous). A l'horizon de fin 2010, la fonction de réaction continue de suggérer un taux cible négatif. Une prédiction de taux négatif est interprétée comme signalant les limites atteintes par la politique monétaire conventionnelle. La Fed pourrait donc être

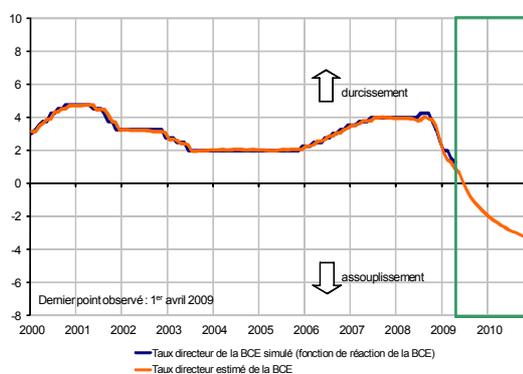
amenée à poursuivre cette politique de taux zéro au moins jusqu'en 2010 et même au-delà - selon une estimation récente de Goldman Sachs, la politique de taux zéro pourrait ainsi perdurer jusqu'en 2014². Dans une étude récente, Goldman Sachs a estimé que pour obtenir un effet comparable à celui d'une baisse de 100 points de base (pdb) du taux directeur, il fallait que la taille du bilan de la Fed augmente d'un montant de 1 000 Mds \$ à 1 600 Mds \$³.

En zone euro, les outils quantitatifs comme la règle de Taylor ou une fonction de réaction similaire à celle employée pour les États-Unis, conduisent à des taux directeurs qui devraient rapidement rejoindre zéro. Les prévisions des grandes organisations internationales (FMI, OCDE) tablent sur des taux directeurs proches de zéro au sein de la zone euro d'ici l'été 2009 et tout au long de 2010.



Sources : Fed, calculs DGTPE

Graphique 1 : fonctions de réaction de la Fed et de la BCE

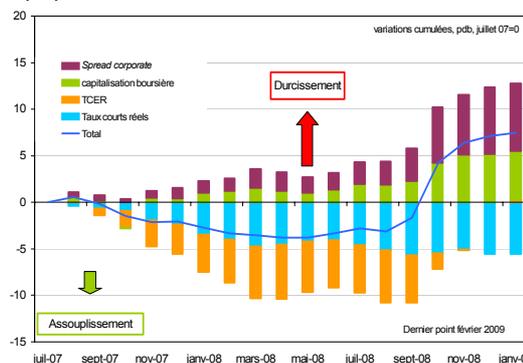


Sources : BCE, calculs DGTPE

1.2 Malgré les baisses de taux, les conditions monétaires et financières restent particulièrement tendues en zone euro et aux États-Unis

Aux États-Unis, l'indicateur des conditions monétaires et financières américaines de la DGTPE⁴ indique une dégradation équivalente à une hausse des taux d'intérêt de 630 pdb depuis juillet 2007, malgré une baisse de taux directeur de 500 pdb sur la même période. En effet, les baisses de taux ont été plus que compensées par la forte hausse des primes de risque obligataires et la chute des indices boursiers.

Graphique 2 : indice des conditions monétaires et financières aux États-Unis



Sources : Datastream, calculs DGTPE

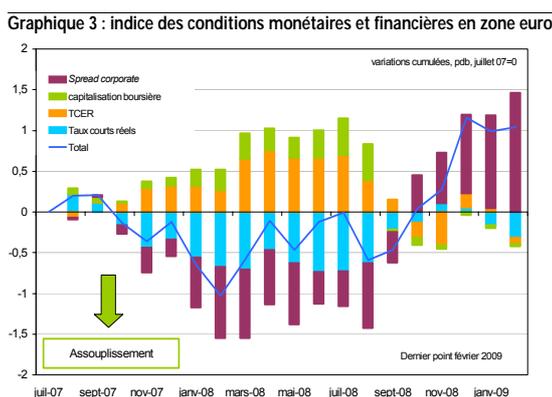
TCER : Taux de change effectif réel

- (1) La spécification retenue pour la fonction de réaction de la Fed fait dépendre le taux directeur de la croissance potentielle, de l'écart du PIB à son potentiel, du glissement annuel des prix hors alimentation et énergie et de l'écart des *spreads corporate* BAA à leur moyenne de long terme (période d'estimation : 1991-2007).
- (2) Cf. Goldman Sachs US Economics Analyst, 16 janvier 2009 : « When ZIRP is not enough ».
- (3) Cf. « Unconventional Easing - Not Much Bang for the Buck So Far » US Daily, 10 mars 2009.
- (4) Cf. « Les conditions monétaires et financières courantes et passées dans la zone euro et aux États-Unis », DPPE n°76, juin 2005.

L'ampleur du choc subi est confirmé par l'indicateur développé récemment par l'OCDE⁹, qui introduit des variables supplémentaires, notamment des données d'enquête sur le crédit, et qui signale également un durcissement important des conditions financières aux États-Unis depuis juillet 2007. La baisse de taux directeur supplémentaire nécessaire pour contrecarrer le choc serait d'après l'OCDE au vu de cet indicateur du même ordre de grandeur, soit 625 pb.

En zone euro, la perspective d'un assouplissement monétaire est également suggérée par la dégradation de l'indicateur des conditions monétaires et financières entre juillet 2007 et février 2009. Calculé, comme pour les États-Unis ci-dessus, avec le taux d'intérêt sur les obligations *corporate*, le resserrement des conditions est d'environ 100 pdb sur la période. L'indicateur calculé par l'OCDE, qui introduit des variables supplémentaires, notamment des données d'enquête sur le crédit, signale également un durcissement important des conditions financières en zone euro depuis juillet 2007. Selon ce dernier, la baisse de taux directeur supplémentaire nécessaire pour contrecarrer le choc serait de 725 pdb. Or sur cette période, la BCE a abaissé le taux directeur de 275 pdb.

Ainsi, les banques centrales ne disposent actuellement que de marges de manœuvre très limitées dans le cas de la BCE et nulles dans celui de la Fed pour leurs politiques monétaires conventionnelles, alors que la nette dégradation de l'activité et le fort durcissement des conditions monétaires et financières plaident pour de fortes baisses de taux supplémentaires.



Sources : Datastream, calculs DGTPE

2. La Fed et la BCE mènent des politiques monétaires non conventionnelles qui se traduisent depuis septembre 2008 par une forte augmentation de la base monétaire

2.1 Les politiques monétaires non conventionnelles : politiques tournées vers l'actif et politiques tournées vers le passif

Même si les outils utilisés diffèrent, les politiques monétaires non conventionnelles ont pour objectif final l'amélioration des conditions de financement dans l'économie.

Les politiques monétaires non conventionnelles peuvent avoir plusieurs objectifs intermédiaires. Les injections de liquidités ont pour but de réduire le coût de financement des banques et d'influencer par là même la distribution de crédits dans l'économie **en jouant sur l'offre de crédit**. Les politiques d'achats directs de titres financiers peu

Dans ce contexte, les banques centrales qui avaient déjà eu recours depuis le début de la crise, à des politiques monétaires non conventionnelles, c'est-à-dire ne transitant pas par des actions sur les taux d'intérêt⁶, sous la forme d'injections de liquidité auprès des banques, ont mis en place, à partir d'octobre 2008, des mesures supplémentaires, soit par augmentation des montants de refinancement (cas de la BCE) soit par achat direct de titres (Fed, BoE et BoJ).

Les structures de financement des agents privés diffèrent sensiblement entre les États-Unis et la zone euro (tableau 1). En zone euro, le financement bancaire représente la moitié du financement total, tandis qu'aux États-Unis, le recours au financement de marché est cinq fois plus important que le financement bancaire.

Tableau 1 : les structures de financement du secteur privé en 2007

En % du PIB	Zone euro	États-Unis
Crédits bancaires au secteur privé	145	63
Titres de dette émis par le secteur privé	81	168
Actions émises par le secteur privé	85	144
Total	311	375

Source : Bulletin mensuel de la BCE, avril 2009

Ainsi, aux États-Unis, l'effondrement du marché de la titrisation (ABS) et plus généralement du *shadow banking system* (institutions financières non bancaires) ont eu un impact très fort sur le financement des agents privés. C'est dans ce contexte que la Fed, avec l'appui du Trésor, a mis en place des programmes destinés à relancer le marché de la titrisation, notamment des crédits immobiliers (*Mortgage Backed Securities*) en contournant le système bancaire.

S'agissant des crédits accordés, les données les plus récentes pointent vers un net ralentissement des encours de crédits aux États-Unis (+4,9 % en glissement annuel en février contre +10 % il y a un an) et dans une moindre mesure en zone euro (+7,6 % en glissement annuel en février 2009 contre +14,8 % il y a un an). Cette évolution peut s'expliquer à la fois par une baisse de la demande de crédits en lien avec la dégradation de l'activité économique et du marché immobilier et des contraintes sur l'offre de crédit de la part des banques. Les dernières enquêtes des banques centrales (Fed et BCE) sur les conditions de crédit indiquent ainsi un net durcissement des conditions d'octroi de crédit, qui peut passer par une hausse des taux et/ou une diminution des crédits accordés.

risqués (bons du Trésor) visent à réduire le rendement de ceux-ci et donc à encourager les investisseurs à réallouer leur portefeuille en direction de titres plus risqués, améliorant par là le financement des entreprises et des institutions financières. L'achat de titres risqués (type obligations *corporate*) a lui pour objectif d'améliorer la liquidité sur ces titres et donc de réduire la prime d'illiquidité de ces actifs et d'améliorer les conditions de financement de marché **en jouant sur la demande de titres**.

Le concept usuellement évoqué de *quantitative easing* désigne de manière imprécise plusieurs types distincts de mesures de politiques monétaires non conventionnelles. On

(5) Guichard, S., D. Haugh et D. Turner (2009), « Quantifying the effect of financial conditions in the euro area, Japan, United Kingdom and United States, » *Documents de travail du Département des affaires économique de l'OCDE*, n° 677, Paris.

(6) Les politiques monétaires conventionnelles désignent les politiques monétaires agissant directement sur les taux d'intérêt, il s'agit principalement du choix du taux cible (taux directeur) de la banque centrale.

adopte ici les définitions suivantes, qui peuvent différer de l'usage qui en est fait par d'autres analystes (encadré 1) :

- Par **politiques tournées vers le passif** on désigne les politiques monétaires ayant pour objectif une augmentation de la taille de la base monétaire (pièces et billets en circulation et réserves des banques à la banque centrale) au passif de la banque centrale.
- Par **politiques tournées vers l'actif**, on désigne les politiques monétaires ayant pour objectif principal une modification de l'actif de la banque centrale, soit par une modification de la maturité des actifs, soit par une modification de la nature des actifs de la banque centrale.

Les politiques non conventionnelles tournées vers l'actif peuvent prendre trois formes selon qu'elles s'accompagnent ou non d'une croissance de l'actif, et selon les sources de financement de la banque centrale :

1. **politiques tournées vers l'actif à actif constant** : la banque centrale substitue certains actifs à d'autres, à taille de bilan constant (c'est le cas de la BCE entre septembre 2007 et septembre 2008, et de la Fed entre mars et septembre 2008) ;

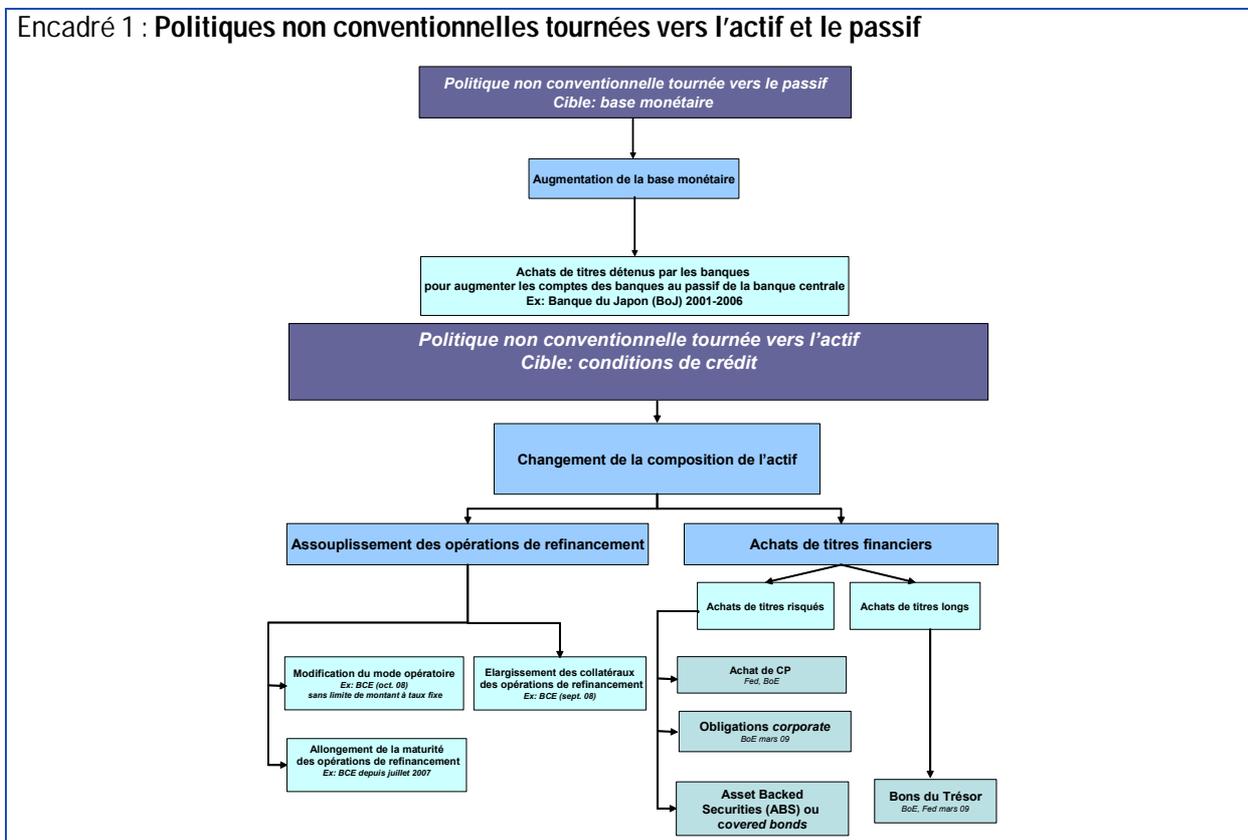
2. **politiques tournées vers l'actif avec augmentation de l'actif mais à base monétaire donnée** : la banque centrale augmente son actif en utilisant les dépôts du Trésor⁷ (cas de la BoE pour l'achat de *Commercial paper* (CP) en février 09) ;

3. **politiques tournées vers l'actif avec augmentation de l'actif financée par création monétaire** (cas de la Fed et de la BCE à partir de septembre 2008).

La différence entre les *politiques tournées vers l'actif* avec création monétaire et les *politiques tournées vers le passif* tient à ce que dans le premier cas, la banque centrale cherche à agir sur son actif et le passif s'ajuste en conséquence alors que dans le second la banque centrale vise son passif et c'est l'actif qui s'ajuste.

Il existe plusieurs formes de *politiques tournées vers l'actif* selon que la banque centrale cherche à agir sur la maturité (taux courts ou longs) ou le risque. Ainsi, depuis septembre 2007, la BCE a augmenté la maturité de ses opérations de refinancement et à partir d'octobre 2008 elle a élargi la gamme des collatéraux éligibles pour jouer sur les taux risqués, dans le cadre de sa *politique monétaire tournée vers l'actif à actif constant*.

Encadré 1 : Politiques non conventionnelles tournées vers l'actif et le passif



2.2 Entre 2001 et 2006, le Japon avait mis en œuvre une politique monétaire tournée vers le passif

Entre 2001 et 2006, le Japon a mis en place une politique non conventionnelle tournée vers le passif : il s'agissait d'atteindre une cible quantitative sur le niveau des comptes

courants des banques privées japonaises au passif du bilan de la BoJ à travers des opérations d'*Open-Market* (la BoJ achetait des titres auprès des banques et créditaient leurs comptes courants). La hausse de l'actif de la BoJ n'en était alors que la contrepartie mécanique.

Cette politique avait plusieurs objectifs :

(7) Au mois de septembre, une partie des prêts aux entreprises et des *swaps lines* a été indirectement financée par le Trésor américain. Celui-ci a en effet prêté à la Fed de nouveaux titres qu'elle a revendus sur les marchés. En contrepartie, la Fed a crédité à son passif le compte du Trésor d'un montant équivalent. Une partie importante de la hausse du bilan de la Fed au mois de septembre 2008 provient de ce financement indirect par le Trésor et ne correspond donc pas à de la création monétaire.

- **créer des anticipations d'inflation qui feraient baisser les taux réels** : cet objectif n'a sans doute pas été atteint, les mécanismes par lesquels une hausse de la base monétaire entraîne une hausse des prix étant probablement moins efficaces lorsque le secteur bancaire est en crise ;
- **assurer un refinancement abondant et bon marché des banques** : en leur permettant un refinancement à des taux très bas, la politique japonaise a permis d'aider les banques en difficulté, notamment les plus faibles ;
- **aider au financement de l'économie** : dans la mesure où les banques disposent de réserves importantes auprès de la banque centrale, celles-ci peuvent les utiliser pour accorder davantage de crédits dans l'économie à des taux plus faibles. La politique de la BoJ n'aurait pas eu d'effet majeur sur l'activité, tout au plus une légère baisse des taux longs liée aux achats de titres par la BoJ⁸.
- **limiter l'appréciation du yen** : cet objectif a été atteint puisque le yen s'est déprécié, en lien notamment avec la mise en place d'opérations de *carry trade* encouragées par le bas niveau des taux d'intérêt au Japon.

2.3 Les politiques tournées vers l'actif à base monétaire constante de la Fed et de la BCE (septembre 2007-septembre 2008)

Dès septembre 2007, la BCE a mis en place une *politique tournée vers l'actif* à base monétaire constante en injectant des liquidités sur des maturités plus longues. Tout en maintenant constants les montants de ses refinancements (environ 500 Mds €, voir encadré 2), la BCE a augmenté la part des refinancements à plus long terme (à 3 mois) et a réduit la part des refinancements à plus court terme (à une semaine). De plus, fin mars 2008, la BCE a allongé la maturité de ses opérations de refinancement à 6 mois (voir figure 1).

Ne disposant pas d'un cadre opérationnel aussi large que celui de la BCE (encadré 3), la Fed a mis en place à partir de décembre 2007, un ensemble de dispositifs⁹ pour injecter des liquidités jusqu'à 3 mois en accordant des crédits aux banques contre des garanties (actifs pris en collatéraux). C'est surtout à partir de mars 2008 que la Fed a augmenté les montants des prêts aux banques à 3 mois, en stérilisant les injections de liquidité aux banques par des ventes de titres du Trésor.

Encadré 2 : Différences, en terme de risque, entre l'achat direct d'actifs par l'Eurosystème et la prise en pension d'actifs dans le cadre d'opérations de refinancement

Les achats de titres (opérations fermes) impliquent le transfert de la pleine propriété du vendeur à l'acheteur sans qu'une rétrocession de propriété y soit liée. Les titres achetés sont à l'actif du bilan de la banque centrale. Le risque est entièrement transféré à l'Eurosystème.

Dans le cadre d'une prise en pension (ou repo), des titres sont acquis contre des espèces moyennant l'engagement simultané de les revendre à la contrepartie à un prix convenu et à une date ultérieure prédéterminée. Ces opérations sont comptabilisées à l'actif du bilan comme des prêts garantis mais les titres pris en pension ne sont pas inclus dans le portefeuille de titres de la BCE^a, ils sont hors bilan. L'Eurosystème impose que la valeur, ajustée d'une décote (*haircut*), des actifs remis en garantie soit maintenue pendant la durée des opérations de cession temporaire destinées à fournir des liquidités. Par conséquent, si la valeur, calculée à intervalle régulier, des actifs mobilisés tombe au-dessous d'un certain niveau, la banque centrale nationale exige de la contrepartie la fourniture d'actifs ou d'espèces supplémentaires (c'est-à-dire un appel de marge)^b.

Ainsi les opérations de prise en pension présentent un risque de défaut plus faible que les achats direct d'actifs, puisque pour que la banque centrale fasse une perte, il faut à la fois que la banque commerciale fasse défaut et que les titres utilisés comme collatéraux aient une valeur inférieure au montant du crédit.

a. Les Comptes Annuels de la BCE, 2008, page 8.

b. BCE, Mise en œuvre de la politique monétaire dans la zone euro, novembre 2008, page 54.

Encadré 3 : Différences entre le cadre opérationnel de la Fed et de la BCE au début de la crise

La mise en œuvre de la politique monétaire par la Fed et la BCE est sensiblement différente avant la crise : la BCE effectue des prêts de maturités plus longues (3 mois contre 15 jours pour la Fed) et accepte en garantie davantage de titres (gamme de collatéraux plus larges que la Fed).

La Réserve fédérale met en œuvre sa politique monétaire principalement via des opérations d'*open market*. Ces opérations consistent en l'achat/vente, définitif ou temporaire, de titres de créances du Trésor (obligations et billets) et des agences fédérales émettrices de titres de créance (*Federal agencies securities*). Les opérations temporaires, appelées *repurchase agreement* ou *reverse repurchase agreement*, s'effectuent contre collatéral et ont une maturité qui peut aller d'un jour (la norme) à 65 jours ouvrés. Les collatéraux acceptés sont de trois types : des titres du Trésor américain, certains titres de créance émis par les agences fédérales adossés ou pas à des crédits hypothécaires (des RMBS ou *residential mortgage backed securities*). Peuvent accéder à ce type d'opération, les *primary dealers* ainsi que les institutions internationales et les institutions étrangères officielles qui possèdent un compte à la Réserve fédérale de New York. Les opérations d'*open market* constituent le principal déterminant du taux d'intérêt des fonds fédéraux.

La BCE effectue des prises en pension de titres (repo) dans le cadre de ses opérations de refinancement pour des maturités allant de 1 semaine à 3 mois. Pour ces opérations, la BCE accepte une large gamme de titres comme garanties, notamment des ABS notés A et applique des taux de pénalité relativement faibles (environ 5 % en moyenne).

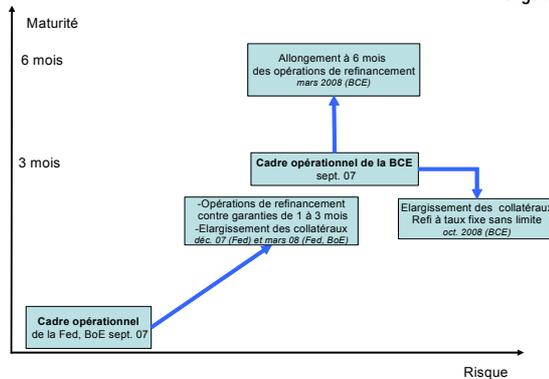
Avec la crise, la Fed a élargi les collatéraux éligibles à ses opérations de repo, allongé la maturité des repo et étendu le champ des institutions financières éligibles. De son côté, la BCE a modifié plusieurs fois la gamme des collatéraux éligibles (durcissement en septembre 2008 avec date d'effet en février 2009, assouplissement en octobre 2008) et allongé la maturité à 6 mois en mars 2008.

(8) Voir Spiegel, « Did Quantitative easing by the Bank of Japan « Work » ? » *FRBSF Economic Letter* n°2006-28, octobre 2006.

(9) TAF (*Term Auction Facility*) : prêts de la Fed à 1 et 3 mois aux banques contre collatéraux à partir de décembre 2007, TSLF (*Term Securities Lending Facilities*) prêts de la Fed à 1 mois aux institutions financières non bancaires (*primary dealers*) en mars 2008 et PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*), prêts au jour-le-jour aux *primary dealers*.

La BCE et la Fed ont ainsi mis en place des injections massives de liquidité sur des maturités plus longues qu'habituellement, en vue de réduire les tensions sur les marchés interbancaires à court terme (notamment à 3 mois). Le cadre opérationnel de la BCE reste alors plus flexible que celui de la Fed : la BCE accepte une gamme de collatéraux plus large que la Fed et applique des taux de pénalité sur les titres mis en garantis (*haircut*) plus faibles¹⁰.

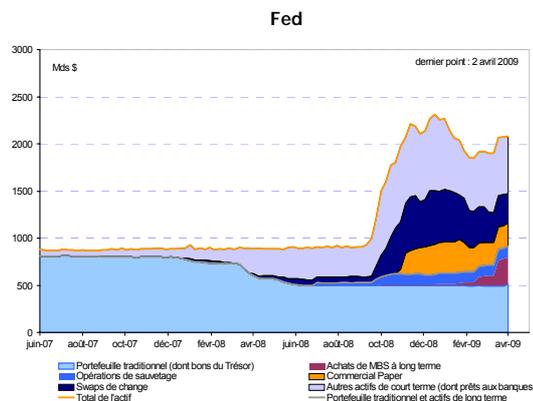
Figure 1 : de septembre 2007 à octobre 2008, la Fed et la BCE ont mis en place des programmes de refinancement des banques sur des maturités plus longues



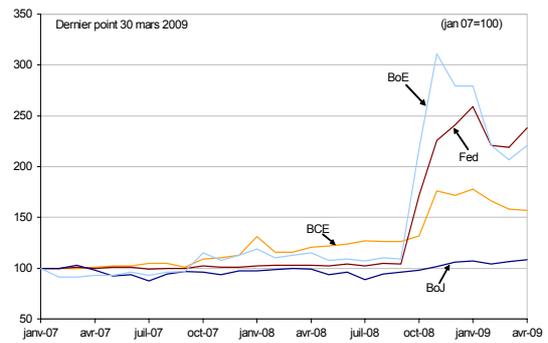
2.4 Les politiques tournées vers l'actif avec variation de la base monétaire (septembre 2008 à février 2009)

Avec l'intensification de la crise financière et un niveau des taux directeurs déjà très bas (pour la Fed), la BCE et la Fed ont décidé, à partir de septembre 2008, d'adopter des *politiques tournées vers l'actif* avec augmentation de la base monétaire (billets en circulation et comptes des banques commerciales auprès de la banque centrale) et du bilan des banques centrales. Le bilan des banques centrales augmente ainsi de plus de 45 % pour la BCE, 150 % pour la Fed et 155 % pour la BoE entre septembre 2008 et janvier 2009.

Pour la BCE, cette politique se traduit par la mise en place d'opérations de refinancement sans limite de montant, à taux fixe (le taux directeur) à partir d'octobre 2008. Les banques peuvent ainsi obtenir autant de liquidités qu'elles le désirent auprès de la BCE (contre des garanties) et ont utilisé la facilité de dépôt auprès de la banque centrale pour placer leurs excédents, augmentant la base monétaire.



Graphique 4 : évolution de la taille du bilan de la BCE, de la BoE, de la BoJ et de la Fed



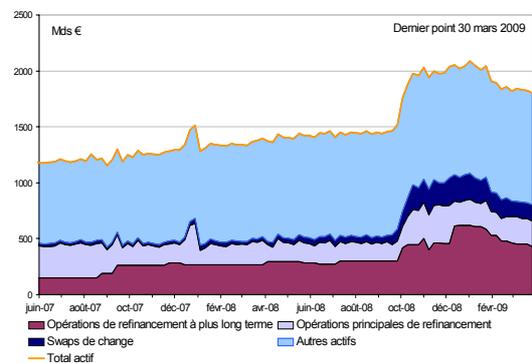
Source : Datastream

A partir de septembre 2008, la Fed renonce à stériliser ses interventions en vendant les titres du Trésor qu'elle détient : les changements dans la composition de l'actif se traduisent alors par une hausse de la base monétaire au passif. C'est en particulier à partir du moment où les réserves des banques à la Fed sont rémunérées¹¹ (début octobre 2008) qu'elles se mettent à augmenter rapidement.

De plus, la Fed, avec le soutien du Trésor, a également mis en place un ensemble de dispositifs de financement destinés à améliorer le financement des agents privés et notamment des ménages. Ainsi, le TALF (*Term Asset-backed Securities Loan Facility*) est un dispositif de prêts effectués par la Fed auprès des agents privés, destiné à relancer le marché des ABS gagés sur prêts automobiles, les prêts étudiants et les cartes de crédit. La Fed peut prêter jusqu'à 1 000 Mds \$, contre des collatéraux, pour financer l'acquisition d'ABS. Les collatéraux utilisés sont ensuite vendus par la Fed à un véhicule et le Trésor injectera jusqu'à 20 Mds \$ pour financer ces achats.

Le bilan de la Fed et de la BCE a baissé à partir de janvier 2009. Ce mouvement s'explique par l'amélioration de la situation sur les marchés interbancaires (baisse des *spreads* et augmentation des volumes d'échange entre les banques) et le dénouement des *swaps* de change entre les banques centrales (mis en place massivement en octobre 2008 pour pallier les besoins en dollars des banques). La baisse du bilan ne correspond donc pas à un désengagement des banques centrales des politiques monétaires non conventionnelles mais à une modification dans les besoins de refinancement des banques commerciales.

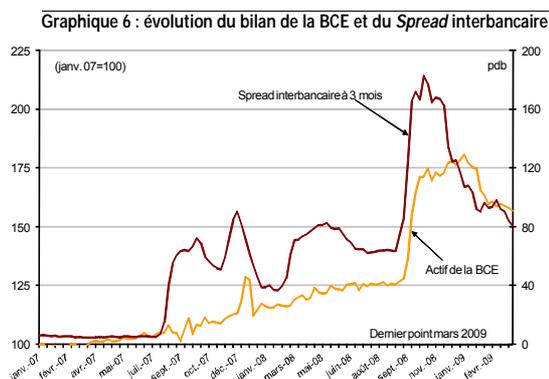
Graphique 5 : évolution de la composition de l'actif de la Fed et de la BCE



Source : Datastream

(10) La BCE augmentera les taux de pénalités en septembre 2008, avec date d'effet en février 2009, pour s'aligner sur les taux pratiqués par la Fed et la BoE.

(11) Contrairement à la BCE qui fixe le taux plancher du taux au jour le jour sur le marché interbancaire (l'ONIA) à partir du taux de facilité de dépôt, la Fed ne disposait pas de taux plancher pour le taux au jour-le-jour (taux effectif des *Fed Funds*) et le taux des *Fed Funds* était ainsi très largement en dessous du taux cible de la Fed.



Source : Datastream

2.5 Les politiques tournées vers l'actif avec achat de titres (à partir de février 2009)

La Fed, la BoE (voir encadré 4) et la BoJ ont mis en place un ensemble de programme d'achats de titres depuis le début de l'année 2009 (tableau 2).

La Fed a ainsi mis en place plusieurs programmes d'achats de titres (tableau 2) : créances négociables de court terme (*Commercial paper*) fin octobre 2008, obligations des GSE (*Go-vernment Sponsored-Enterprises, Fannie Mae et Freddie Mac*), titres adossés aux créances hypothécaires (*Mortgage Backed Securities, MBS*) garanties par les GSE en janvier 2009 puis en mars 2009 un programme d'achat de bons du Trésor.

Tableau 2 : les programmes d'achats d'actifs par les banques centrales

Banque centrale	Fed	BoJ	BoE
Achats de titres de court terme	Oui	Oui	Oui
Achats d'obligations <i>corporate</i>	Oui (achats des titres des GSEs et MBS)	Oui	Oui
Achats de Titres d'État	Oui	Oui	Oui

Tableau 3 : programme d'achats notionnels de la Fed en mars 2009

Opération d'achat	Début	Montant
Achats de CP	Fin octobre 2008	250 Mds \$
Achats d'obligations des GSE	Janvier 2009	200 Mds \$
Achats de MBS garantis par les GSE	Janvier 2009	1 250 Mds \$
Achats de bons du Trésor	Mars 2009	300 Mds \$
TOTAL		2 000 Mds \$

Encadré 4 : La politique monétaire non conventionnelle de la BoE

Jusqu'en février 2009, la politique monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE) a été semblable à celle de la BCE. La BoE a procédé à des injections de liquidités, à l'allongement de la maturité des opérations de refinancement des banques et à l'élargissement des collatéraux acceptés en repo (*politiques tournées vers l'actif* avec création monétaire) pour se rapprocher du cadre opérationnel de la BCE. Les injections de liquidité de la BoE ont été mises en place, en avril 2008 dans le cadre du *Special Liquidity Scheme*, sous la forme d'un programme de prise en pension (repo) de titres illiquides contre des bons du Trésor pour une maturité maximale d'un an.

A partir de février 2009, la BoE a commencé les achats de titres. Dans un premier temps elle a acheté des titres de court terme (*Commercial paper*) en utilisant des dépôts du Trésor. La base monétaire reste donc constante (*politiques tournées vers l'actif* avec augmentation de l'actif à base monétaire donnée).

Depuis mars 2009, la BoE achète des titres publics longs (*politiques tournées vers l'actif*) en les finançant par création monétaire. La BoE a par ailleurs annoncé le 19 mars 2009, qu'elle allait procéder à des achats d'obligations *corporate* dans le cadre de son programme d'achat (*Asset Purchase Facility*) d'un montant maximal de 75 Mds £. Au 27 mars 2009, la BoE a acheté pour 2 Mds £ de CP, 13 Mds £ de bons du Trésor et 130 Millions £ d'obligations *corporate*.

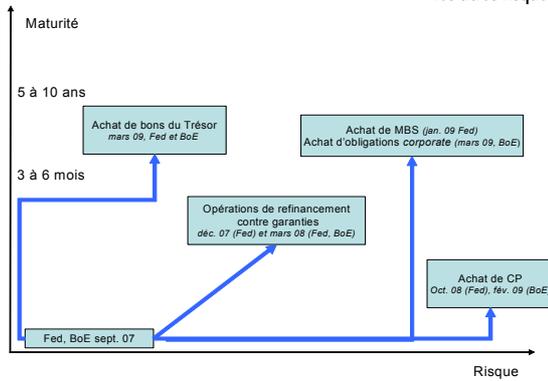
Alors que les politiques monétaires non conventionnelles de la BCE et de la Fed ont été globalement semblables depuis septembre 2007, c'est surtout à partir de janvier 2009 et la mise en place de programmes d'achats de titres longs par la Fed, que les politiques se différencient (figure 2).

Les politiques tournées vers l'actif de la BCE et de la Fed présentent désormais plusieurs différences notables. En particulier, alors que la BCE répond uniquement aux besoins des banques et se concentre sur le marché interbancaire, la Fed, par ses programmes d'achats d'actifs

(tableau 3), a étendu son champ d'action à des titres risqués (déplacement vers la droite sur la figure 2) et de maturité plus longue (déplacement vers le haut sur la figure 2), pour améliorer les conditions de financement d'institutions non bancaires. Le cadre opérationnel de la BCE a ainsi moins changé depuis septembre 2007, même si la BCE a procédé à des modifications majeures en mars (allongement des repo à 6 mois, figure 1) et en octobre 2008 (repo à taux fixe sans limite de montant).

De plus, la politique de la BCE reste déterminée par les besoins de liquidité des banques alors qu'elle est plus discrétionnaire dans le cas de la Fed.

Figure 2 : depuis début 2009, la BoE et la Fed agissent sur les taux longs et les titres risqués



Antoine BOUVERET
Abdenor BRAHMI, Yannick KALANTZIS,
Alexandra OLMEDO, Stéphane SORBE

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi
Direction générale du Trésor
et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Philippe Bouyoux

Rédacteur en chef :

Jean-Paul DEPECKER
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtp.e.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

Avril 2009

n°55. La situation économique mondiale au printemps 2009
Aurélien FORTIN, Antoine BOUVERET

Mars 2009

n°54. L'appareil exportateur français : une réalité plurielle
Raphaël CANCELÉ
n°53. Les marges dans la filière agro-alimentaire en France
Étienne CHANTREL, Pierre-Emmanuel LECOQ

Février 2009

n°52. Le marché des *Credit Default Swap* (CDS)
Antoine BOUVERET
n°51. Concurrence et gains de productivité : analyse sectorielle dans les pays de l'OCDE
Romain BOUIS, Caroline KLEIN