

Le problème avec l'assouplissement quantitatif, c'est que ça fonctionne en pratique, mais pas en théorie! a déclaré Ben Bernanke, président de la Federal Reserve (Fed). L'assouplissement quantitatif (QE, quantitative easing) constitue l'un des principaux outils de la politique monétaire dite "non conventionnelle". Utilisés par les banques centrales (BC) des pays développés à la suite de la crise financière de 2008, ces politiques influent indirectement sur la demande intérieure en agissant sur l'offre de liquidités. Alors que l'outil traditionnel des BC, le taux directeur, était déjà à zéro (zero lower bound), le QE permettait d'assouplir encore plus les conditions de fourniture de liquidités au secteur financier. L'objectif de ces opérations d'open market était de relancer la croissance alors que les économies développées étaient en proie à des tensions déflationnistes. Or, après une décennie de politique monétaire très expansionniste, le retour de l'inflation, 10% en octobre 2022 dans la zone euro et plus de 9% aux États-Unis, signifie aussi la fin des conditions financières extrêmement accommodantes. En tant que garantes de la stabilité des prix, les BC ont ainsi remonté leurs taux à un rythme record (+450 bps en zone euro). Ainsi, après le QE arrive le "resserrement quantitatif" (QT, quantitative tightening). Pourtant, l'invasion des BC sur les marchés financiers n'a pas été sans conséquences sur la finance mondiale, posant aujourd'hui la question de la mise en place de ce QT. Pourquoi est-ce que les politiques non conventionnelles des BC, pertinentes en sorte de crise, posent aujourd'hui problème dans la lutte contre l'inflation? La politique monétaire conventionnelle a montré ses limites au taux zéro dans sa capacité à relancer la croissance, nécessitant de nouvelles interventions de la part des BC (1). Pour autant, ces politiques non conventionnelles ayant transformé en profondeur le



## NE RIEN ECRIRE DANS CE CADRE

Le système financier, se pose aujourd'hui la question de la stabilité financière dans le cadre d'un QT (II).

Malgré les théories économiques, une politique monétaire très accommodante n'est pas suffisante pour relancer l'économie en raison du Zero Lower Bound (ZLB).

Après la crise financière de 2008-2015, même la rapide diminution des taux d'intérêts n'a permis de relancer une demande faible dans une économie sous tensions déflationnistes. En déflation, l'incertitude et les anticipations des agents économiques, qui attendent une baisse des prix, nuit substantiellement à la croissance. Malgré une forte croissance monétaire, l'inflation en Europe ou aux États-Unis atteignait à peine les 1%. Selon Keynes, il s'agit du phénomène de "trappe à liquidité", en raison des taux d'intérêts faibles, les agents ont plus d'incitations à détenir de la monnaie plutôt que des titres. En d'autres termes, l'épargne contribue à la thésaurisation et non à l'investissement. Un autre mécanisme lié à la croissance est celui décrit par Irving Fisher "la déflation par la dette". En cas de déflation et d'incertitude, la valeur réelle de la dette des ménages augmente et ceux-ci baissent leur consommation afin de rembourser leur dette. C'est notamment ce mécanisme, lié à l'implosion de la bulle financière en 1929, qui explique la situation économique du Japon. En raison d'une faible croissance et inflation depuis les années 90, la Bank of Japan (BoJ) a été pionnière dans le déploiement des outils de politique monétaire non conventionnels, notamment avec son "Yield Curve Control". Ainsi, la BoJ cible un certain taux d'intérêt pour une certaine maturité des obligations souveraines le long de la courbe des taux, grâce à ses programmes d'achats d'actifs.



Enfin, même la courbe de Phillips, qui symbolise la relation décroissante entre l'augmentation de l'inflation et le taux de chômage, n'est aplatie depuis 2015. Selon une étude de la Banque de France de 2018, celle-ci est devenue "non accélératrice", c'est-à-dire qu'un marché du travail robuste n'entraînera pas à une augmentation de l'inflation. En effet, les salariés auraient cessé de prendre en compte l'inflation dans leurs négociations avec les employeurs.

Ainsi, face à l'échec du taux d'intérêt pour atteindre une inflation autour de 2%, les BC ont suivi l'exemple de la BoJ en déployant des politiques monétaires non conventionnelles.

Si le QE a permis de soutenir la croissance, ses effets sur l'inflation ont été plus mitigés (IB). Le QE a ainsi permis de renforcer certains canaux de transmission de la politique monétaire. L'une des premières mesures des BC a été d'assouplir les conditions de fourniture de liquidité, notamment au travers des opérations de refinancement. En élargissant les catégories de collatéral acceptés et la maturité des opérations, la BCE a permis le financement à très bas coûts des banques de la zone euro, notamment avec les Mois TLTROs (Targeted Long Term Refinancing Operations). De fait, ces opérations de refinancement ont permis de limiter la fragmentation de la politique monétaire en zone euro. En se finançant à bas frais auprès des BCs, les banques étaient alors en mesure de prêter plus et à moindre coût pour les ménages. L'objectif était de soutenir la croissance en relançant la demande par le biais d'une expansion du cycle de crédit.

Ensuite, les programmes d'achats ont permis de dynamiser l'économie en baissant considérablement les coûts de financement du secteur privé (Corporate Sector Purchase Programme) mais aussi public (Public Sector Purchase Programme, PSPP). L'intervention de la BC sur les marchés financiers, notamment obligataires, a fait augmenter le prix des actifs et baissé leur taux d'intérêt. Le lancement d'un programme d'achat pendant la pandémie (PEPP) de Covid-19 a par ailleurs permis de soutenir les entreprises européennes, "celles-ci" se finançant de plus en plus sur les marchés (30% d'obligations sur le total des créances). Le QE a aussi



joué sur le canal de la prise de risque (Bouo et Zhu), puisque l'abondance de liquidités et les faibles taux d'intérêts ont encouragé les acteurs financiers à prêter davantage à de plus longues maturités.

Néanmoins, l'implémentation du QE ne s'est pas fait sans heurts, puisque certains programmes (le PSPP) a fait l'objet d'une décision de la Cour Constitutionnelle allemande en 2015 pour déterminer sa légalité vis-à-vis des traités. La BCE achetant uniquement des titres sur le marché secondaire, le PSPP n'a pas été considéré comme un financement d'un déficit d'un pays de la zone euro. Pourtant cette tension existe, puisque les programmes d'achats d'actifs ont aussi été déployés afin de calmer les marchés financiers, notamment lors de l'explosion des "spreads" sur les obligations souveraines italiennes en 2012.

De fait, si les politiques non conventionnelles ont pu soutenir la reprise économique post-2008, elles n'ont pas permis d'atteindre la cible d'inflation des 2%. De plus, l'utilisation d'un seul instrument pour plusieurs objectifs, de stabilité des prix et de stabilité financière, contrevient au principe de Tinbergen et révèle des tensions pour la sortie d'un tel régime.

L'intervention des BC sur les marchés financiers à travers le QE a transformé en profondeur le système financier. Ainsi, l'outil "resserrement quantitatif" (QT) pour lutter contre l'inflation révèle des risques pour la stabilité financière (II).

Les marchés financiers sont caractérisés par un manque croissant de collatéral, c'est-à-dire d'actifs sûrs, tandis que les BC ont fait gonfler leur bilan à un niveau record (II A).

Les programmes d'achats des BC, concentrés sur des actifs sûrs de bonne qualité (AA ou plus) a entraîné une pénurie d'actifs sûrs sur les marchés financiers. Or, ceux-ci sont indispensables pour les ratios réglementaires bancaires (High quality liquid assets pour les ratios de liquidité) et pour des marchés de financement comme



Celui des pensions livrées (reps). Or, le manque d'actifs sûrs peut exacerber des crises financières définies par des "flight to quality" où les institutions financières se réfugient sur des titres refuges.

Plus importante encore est la question de la taille des bilans des BCs (56% du PIB de la zone euro pour la BCE). Avec leur portefeuille d'obligations de taille record, toute vente de titres affecterait nécessairement les coûts de financement des émetteurs. Cette question est particulièrement importante pour certains états périphériques de la zone euro, qui peuvent être victimes de spéculation sur leurs obligations souveraines. En juillet 2022, la BCE avait annoncé la création d'un nouvel outil, le TPI (Transmission Protection Instrument) pour éviter une fragmentation trop importante des taux d'intérêts sur les obligations souveraines. Si les achats nets de l'APP (Asset Purchase Programme) et du PEPP ont pris fin en été 2022, la BCE continue d'acheter des titres dans le cadre des réinvestissements du PEPP.

Une diminution du bilan des BCs couplée à une hausse des taux d'intérêts sans précédent pourrait provoquer une crise financière, comme en a fait l'expérience la Bank of England (BoE) en octobre 2022. Des appels de marge trop importants pour des fonds de pension à investissement sur le passif (CDO, Liability Driven Investment) avaient provoqué une chute du prix des obligations anglaises. La BoE avait dû intervenir en tant qu'acheteur de dernier ressort alors même qu'elle souhaitait réduire ses portefeuilles de titres. De même, l'expérience du "Taper tantrum" en 2013 lors de la vente de titres par la Fed souligne les risques pour la stabilité financière.



## NE RIEN ECRIRE DANS CE CADRE

En plus d'un risque systémique que peut représenter le QT, la transmission de la politique monétaire a été bouleversée par l'abondance de liquidités suite aux opérations de refinancement des accommodées (TLTRO). D'après le discours d'Isabel Schnabel de mars 2023 sur la réduction du bilan de la BCE, la transmission de la politique monétaire conventionnelle est passée d'un système de "couloir" à celui de "plancher". Traditionnellement, la transmission de la politique monétaire n'est effectuée par 3 taux directs au niveau européen, un seul pour la Fed (Fed Funds Rate) de taux d'échange de liquidités au marché interbancaire, l'ESTR (Euro Short Term Rate) suit l'évolution des taux directs en se situant en dessous du taux principal de refinancement (Main refinancing operation rate, MRO) et au-dessus du taux de la facilité marginale de dépôt (Marginal deposit facility rate). Le troisième taux, celui de la facilité marginale des prêts, est le plus élevé. En l'abondance de liquidité signifie que la demande de liquidité étant faible, l'ESTR est beaucoup plus proche, voire inférieure, au taux de dépôt. Le taux de dépôt agit donc comme un plancher, ce qui complique la bonne transmission du resserrement monétaire au reste de l'économie.

Les politiques non conventionnelles des banques centrales, sous la forme d'assouplissement quantitatif, ont permis de relancer la croissance sans véritablement agir sur l'inflation. Ces interventions non conventionnelles ont surtout brouillé la frontière entre stabilité des prix, mandat explicite des BC, et stabilité financière, pré-requis implicite à une bonne transmission de la politique monétaire. De plus, le renforcement du bilan des BC a amené des problématiques nouvelles, comme l'insolvabilité des banques centrales, ou la possibilité de saut en indirect aux entreprises non polluantes à travers un recalibrage des achats de titres (TLT). D'une part la rapide augmentation

des taux d'intérêts signifie que les BCs font face à des pertes latentes importantes sur leurs portefeuilles obligataires. Certaines banques centrales, comme celle de Suisse ou de Belgique, se sont retrouvées de facto en situation d'insolvabilité, c'est-à-dire avec un passif supérieur à leurs actifs. D'autre part, les portefeuilles d'actifs constitués dans le cadre du QE sont à présent utilisés pour "verdir" le bilan de la BCE. Pionnière en la matière, celle-ci a décidé, depuis octobre 2022, de recalibrer l'achat de titres en faveur d'entreprises moins polluantes. Cet usage innovant du QE ouvre de nouvelles opportunités aux BC pour agir en faveur de la transition écologique.

En conclusion, l'usage de politiques non conventionnelles par les Banques Centrales a eu un effet positif sur les économies développées en baissant le coût du crédit. Néanmoins, les pays développés ne sont sortis des tensions inflationnistes que par les chocs successifs de la pandémie et de la guerre en Ukraine. Ensuite, l'intervention régulière des BC sur de nombreux segments des marchés financiers a créé des distorsions. In fine, poursuivre une politique de QE alors même que les Banques Centrales combattent l'inflation fait peser des risques de crédibilité. Pourtant, ces portefeuilles de titres sont nécessaires pour éviter une fragmentation de la zone euro. Dans un contexte de dettes publiques très élevées (94% de dette sur PIB en moyenne en Europe), la fin du rôle d'actif des BC en tant qu'acheteur de dernier ressort pourrait voir resurgir des tensions dans la zone euro.

