

Les politiques monétaires non traditionnelles : évolution des pratiques, effets et coûts potentiels

Eric Santor, Analyses de l'économie internationale, et Lena Suchanek, Analyses de l'économie canadienne

- Les banques centrales ont mis en place plusieurs types de mesures de politique monétaire non traditionnelles : mécanismes de soutien à la liquidité, facilités de crédit, achats d'actifs et indications prospectives.
- Jusqu'ici, ces mesures semblent avoir porté leurs fruits. Elles ont contribué au rétablissement du fonctionnement des marchés, facilité la transmission de la politique monétaire et stimulé l'activité économique.
- Elles ne sont toutefois pas sans coûts potentiels, notamment si l'on considère les difficultés que peuvent poser le grossissement important de la taille du bilan des banques centrales et le retrait, à terme, de ces politiques, ainsi que les vulnérabilités susceptibles de découler d'une détente monétaire prolongée.

La Grande Récession qui a suivi la crise financière et économique de 2007-2009 a poussé les banques à adopter des politiques inédites, notamment en abaissant à près de zéro les taux directeurs et en recourant à des mesures de politique monétaire non traditionnelles¹. Confrontées à une reprise timorée dans les grandes économies avancées, certaines banques centrales ont continué à utiliser ces mesures.

La plupart des observateurs s'accordent sur le succès des mesures non traditionnelles. Les mécanismes de soutien à la liquidité et les facilités de crédit ont permis de rétablir le bon fonctionnement des marchés, de restaurer des marchés du crédit dysfonctionnels et de favoriser la transmission de la politique monétaire. Dans le même temps, les achats d'actifs — dans le cadre de programmes d'achat massif ou d'assouplissement quantitatif — et les indications prospectives ont stimulé l'activité économique et aidé les banques centrales à atteindre leurs objectifs de stabilité des prix. Pour autant, les coûts potentiels et les risques associés aux politiques non traditionnelles font l'objet d'une meilleure prise de conscience, suscitée par le grossissement considérable de la taille du bilan des banques centrales, par le retrait à venir — et sans précédent — des mesures de politique

¹ Ces moyens d'action, en particulier l'apport de liquidité, tiennent à la fois des politiques de stabilité financière et de la politique monétaire et facilitent la transmission de cette dernière. Ils constituent ce que nous qualifions dans le présent article de politique monétaire non traditionnelle.

monétaire non traditionnelles et par les vulnérabilités que peut causer le maintien pendant longtemps de taux directeurs très bas dans les grandes économies avancées. Au reste, le risque existe que la politique monétaire tente de s'attaquer à des difficultés qui relèvent plus d'outils comme les réformes budgétaires ou structurelles. Jusqu'ici, les avantages des mesures non traditionnelles semblent néanmoins l'emporter sur leurs coûts potentiels (Bernanke, 2012).

Nous présentons tout d'abord dans leurs grandes lignes les différents types de mesures non traditionnelles, les canaux par lesquels elles opèrent et leurs incidences sur le bilan des banques centrales. Nous analysons ensuite leur efficacité et leurs coûts éventuels.

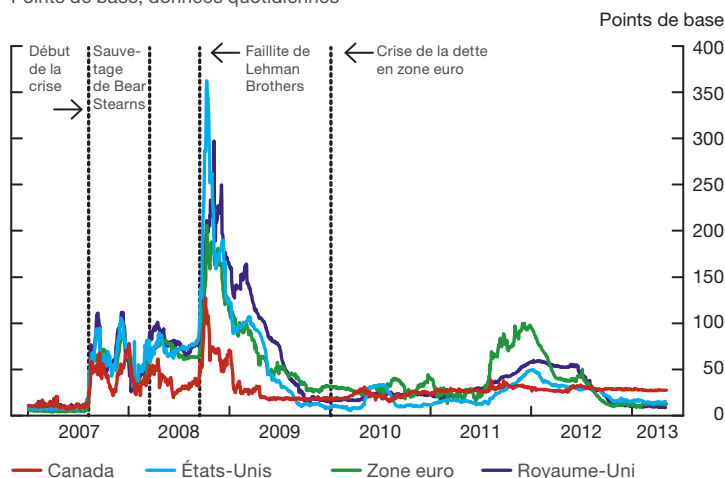
Les politiques monétaires non traditionnelles : évolution des pratiques

Depuis l'éclatement de la crise, les mesures appliquées par les banques centrales ont évolué. Dans le présent article, nous faisons la distinction entre différents types de mesures non traditionnelles : mécanismes de soutien à la liquidité, facilités de crédit, achats d'actifs et indications prospectives (voir l'annexe, page 17, pour une liste de quelques-unes de ces mesures)².

Amorcée en 2007, la crise financière s'est intensifiée en septembre 2008 sous l'effet du tarissement de la liquidité et du raccourcissement des échéances, qui ont entraîné une augmentation inédite des écarts de taux (Graphique 1). Afin de limiter la perturbation des marchés financiers, les banques centrales se sont empressées de fournir de la liquidité sur les marchés de financement à court terme en instaurant des dispositifs d'urgence

Graphique 1 : Écart entre le LIBOR à trois mois et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour

Points de base, données quotidiennes



Nota : L'écart entre le London InterBank Offered Rate (ou un taux de référence équivalent) et le taux des swaps indexés sur le taux à un jour permet de mesurer le niveau de tension sur les marchés monétaires.

Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 6 mai 2013

² Les *mécanismes de soutien à la liquidité* ont pour objet de contrer, par l'apport de liquidité, les fortes pressions qui s'exercent sur les marchés du financement à plus d'un jour. Les *facilités de crédit* sont destinées à rétablir le fonctionnement d'un marché du crédit donné et à relancer le prêt bancaire. Les *achats massifs d'actifs* sont des acquisitions par une banque centrale d'actifs (essentiellement des titres d'État) dont l'échéance varie du moyen au long terme. Les *indications prospectives* désignent les communications de la banque centrale qui se rapportent à la trajectoire future du taux directeur.

et des accords de swap de devises. Elles ont également créé des facilités de crédit ou renforcé les facilités existantes dans le but de restaurer l'activité de crédit dans certains marchés.

Au dernier trimestre de 2008, les effets de la crise financière se propageant désormais à l'économie réelle, les principales banques centrales ont rapproché leur taux directeur de zéro, et nombre d'entre elles ont accentué la détente monétaire en procédant à des achats massifs d'actifs. En réponse à la faiblesse de la demande globale, la Réserve fédérale américaine et la Banque d'Angleterre ont acquis de la dette publique de manière à exercer une pression baissière sur les rendements à long terme³. De son côté, la Banque du Japon a mis en place un programme d'achat de moindre ampleur, destiné à combattre une déflation persistante. Dans le contexte de la crise de la dette en zone euro, la Banque centrale européenne (BCE) a lancé le Programme pour les marchés de titres, qui visait à stabiliser les marchés des titres d'État en vue d'une meilleure transmission des impulsions monétaires.

Le nouveau ralentissement de la croissance mondiale survenu entre la fin de 2011 et 2013 a conduit les autorités monétaires d'une partie des économies avancées à recourir à d'autres achats massifs d'actifs, comme l'a fait la Réserve fédérale dans le cadre d'acquisitions, sans limites de montant ni de durée, de valeurs du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires. De la même manière, afin d'atteindre en deux ans la cible d'inflation de 2 % qu'elle s'est récemment fixée, la Banque du Japon a annoncé en avril qu'elle doublerait son portefeuille d'obligations du gouvernement japonais au cours de cette période.

Désireuses de réduire davantage les taux d'intérêt à long terme, certaines banques centrales ont enrichi leurs indications sur la trajectoire future du taux directeur. Par exemple, la Banque du Canada signale en avril 2009 que « sous réserve des perspectives concernant l'inflation, le taux cible du financement à un jour devrait demeurer au niveau actuel jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte »⁴. La Réserve fédérale, elle, donne pour la première fois en 2011 des indications prospectives fondées sur un calendrier, avant de faire reposer, en 2012, ses indications sur certains résultats, liant ainsi la trajectoire future du taux des fonds fédéraux à des jalons précis de l'évolution du taux de chômage et de l'inflation.

Par ailleurs, devant l'étranglement persistant du flux de crédit dans le système bancaire, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont instauré des mécanismes financiers pour relancer l'activité de prêt des banques auprès des ménages et des entreprises, tandis que la BCE se servait de ses opérations de refinancement à long terme pour allonger les échéances des crédits consentis aux banques de la zone euro et augmenter les volumes de ces prêts⁵.

En résumé, les banques centrales ont réagi énergiquement et rapidement à la crise financière et économique en mettant en œuvre une série de mesures non traditionnelles, et en adaptant l'ampleur et le type des

◀ *Les banques centrales ont adapté l'ampleur et le type des mesures non traditionnelles aux conditions du marché intérieur.*

3 La Réserve fédérale a également acheté des titres de créance des agences fédérales de refinancement hypothécaire ainsi que des titres hypothécaires émis par elles, et a procédé à la vente de titres du Trésor à court terme en vue d'acquiescer des titres à long terme (dans le cadre de son programme de prolongation des échéances).

4 La Banque du Canada a mis en œuvre des mesures non traditionnelles de moindre ampleur que celles prises par la plupart de ses homologues dans les pays avancés, en raison de la résilience du système financier canadien et de la solidité du cadre macroéconomique sur lequel il s'appuie.

5 Les opérations de refinancement à long terme ont aussi contribué à soutenir le marché de la dette souveraine dans la mesure où les banques ont acquis des obligations d'État au moyen de leurs emprunts de liquidités, en particulier dans les pays périphériques de la zone euro.

interventions aux conditions du marché intérieur. Leurs outils ont évolué avec ces conditions; elles ont prolongé certaines de leurs mesures et en ont introduit de nouvelles dans le but de parvenir à leurs objectifs en matière de politique monétaire et de stabilité financière.

Canaux de la politique monétaire non traditionnelle

La politique monétaire non traditionnelle agit sur les marchés financiers et plus largement sur l'économie à travers plusieurs canaux. Les mécanismes de soutien à la liquidité ont un effet direct sur les marchés ciblés, mais ils ont également une incidence plus vaste, puisqu'ils permettent d'accroître la viabilité des banques en empêchant une crise de liquidité de se muer en crise de solvabilité et en améliorant la transmission de la politique monétaire. De même, les facilités de crédit telles que les opérations de refinancement à long terme de la BCE renforcent la capacité des banques à financer les acteurs de l'économie réelle et à soutenir le marché de la dette souveraine, alors que d'autres dispositifs, comme celui que la Réserve fédérale a mis en place pour le marché du papier commercial, stimulent l'activité de prêt sur des marchés particuliers par des achats d'actifs. Les programmes d'achat massif d'actifs ont une action aussi bien directe qu'indirecte :

1. en menant à une hausse du prix des actifs achetés et, ce faisant, à un recul de leur rendement ainsi qu'à la création d'effets de richesse propres à favoriser la consommation;
2. en incitant les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs plus risqués au rendement plus élevé;
3. en donnant un signal au sujet de la trajectoire future du taux directeur;
4. en exerçant une pression à la baisse sur le taux de change;
5. en améliorant l'ancrage des anticipations d'inflation, ce qui conduit à une diminution des taux d'intérêt réels;
6. en montrant que la banque centrale est prête à tout faire pour atteindre ses objectifs, ce qui est de nature à accroître la confiance.

Les indications prospectives influencent les attentes des participants de marché à l'égard de l'évolution du taux directeur et de la structure des taux d'intérêt. Plus précisément, en signalant avec crédibilité que, selon toute probabilité, le taux directeur demeurera bas plus longtemps qu'indiqué auparavant, la banque centrale exerce aussi un effet baissier sur les taux longs, qui se répercutera sur l'économie par des canaux semblables à ceux par lesquels les achats massifs d'actifs opèrent.

Bilan des banques centrales

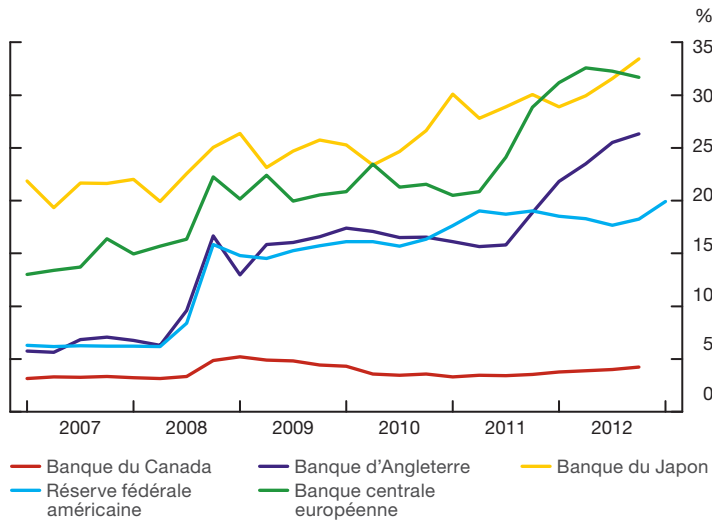
Les mesures prises par de nombreuses banques centrales ont eu des conséquences importantes sur la taille et la composition de leur bilan. Mesurés en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), les bilans de la Réserve fédérale et de la BCE ont plus que doublé depuis 2007, alors que celui de la Banque d'Angleterre a quadruplé (**Graphique 2**)⁶. Jusqu'à maintenant, la Banque du Japon a augmenté son bilan de seulement 50 % mais, d'après l'orientation qu'elle a récemment annoncée, celui-ci devrait atteindre environ 60 % du PIB d'ici la fin de 2014. Si pour la majorité des banques

◀ *Les mesures prises par de nombreuses banques centrales ont eu des conséquences importantes sur la taille et la composition de leur bilan.*

⁶ Le bilan de la Banque du Canada n'a augmenté pour sa part que d'environ 50 % (en proportion du PIB) entre 2007 et 2009, avant de revenir plus ou moins à son niveau antérieur.

Graphique 2 : Total des actifs inscrits au bilan des banques centrales

En pourcentage du PIB, données trimestrielles

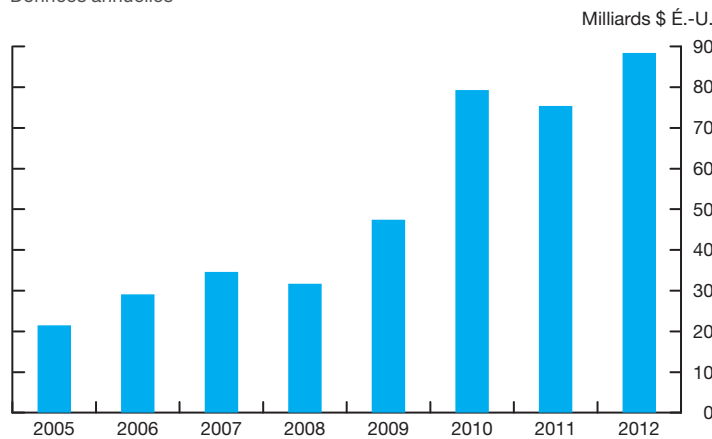


Sources : Réserve fédérale américaine, Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque d'Angleterre, Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque centrale européenne, Eurostat; Banque du Japon, Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2013T1 (États-Unis); 2012T4 (autres pays)

Graphique 3 : Bénéfices de la Réserve fédérale américaine

Données annuelles



Source : Réserve fédérale américaine

Dernière observation : 2012

centrales, l'essentiel de ces hausses tient aux achats de dette publique (et de titres hypothécaires), il en va autrement de la BCE, dont le bilan a surtout grossi du fait des opérations de refinancement à long terme.

En ce qui concerne les actifs contenus dans les portefeuilles des banques centrales, l'échéance moyenne s'est souvent allongée, et le risque s'est accentué en raison de pratiques nouvelles, comme l'acquisition d'actifs plus risqués et l'assouplissement des exigences en matière de garantie. Jusqu'ici, ces changements se sont révélés profitables pour les banques centrales, notamment la Réserve fédérale (**Graphique 3**). Mais il est possible qu'au fil du temps, la normalisation des taux d'intérêt entraîne des pertes pour ces institutions. Les implications de cette éventualité continuent d'être largement débattues et sont analysées en détail plus loin.

Effets des politiques monétaires non traditionnelles

De nombreuses observations montrent que la plupart des mesures de politique monétaire non traditionnelles ont jusqu'à présent été efficaces. Rappelons toutefois qu'il est délicat d'inventorier et d'évaluer les effets de ces mesures, et qu'il faut par conséquent interpréter toute conclusion avec les précautions nécessaires⁷.

Mécanismes de soutien à la liquidité et facilités de crédit

Les mécanismes de soutien à la liquidité semblent avoir permis une réduction notable des taux d'intérêt et une relance de l'activité sur les marchés de financement visés. Ces dispositifs ont eu le plus d'efficacité lorsque leurs coûts d'accès⁸ étaient faibles et que les exigences en matière de garantie étaient souples. Le mécanisme d'adjudication de prêts à plus d'un jour de la Réserve fédérale (Term Auction Facility) a donné lieu, par exemple, à une diminution des écarts de taux sur le marché interbancaire et, ainsi, à une atténuation des difficultés dans les marchés de financement. D'autre part, les accords de swap de devises entre banques centrales se sont soldés par une baisse des tensions dont était l'objet le financement en dollars américains, et ils ont effectivement réduit au maximum les perturbations touchant la liquidité systémique (Goldberg, Kennedy et Miu, 2011).

Les facilités de crédit paraissent elles aussi avoir eu une incidence positive sur le fonctionnement des marchés auxquels elles s'adressaient; elles ont en outre influencé fortement la confiance en donnant à voir que les banques centrales étaient prêtes à intervenir en cas de besoin. En particulier, les mesures destinées au marché du papier commercial aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon ont bel et bien provoqué un rétrécissement des écarts de taux et une hausse des émissions.

Les premières données tendent à montrer que les facilités de crédit instaurées récemment ont eu des retombées quantifiables sur les marchés financiers et l'activité de prêt. Les coûts de financement sur les marchés ont nettement fléchi pour les banques britanniques, et les conditions du crédit se sont assouplies (Churm et autres, 2012). De la même manière, les opérations de refinancement à long terme de la BCE, dont ont profité de nombreuses banques, ont impulsé un repli prononcé des primes de risque de crédit, déclenché une baisse du risque systémique, diminué les écarts de rendement dans les pays périphériques de la zone euro et ont probablement permis d'atténuer un resserrement marqué du crédit dans la zone. De plus, elles ont amélioré le sentiment des marchés et favorisé la réouverture progressive de compartiments des marchés de financement bancaire qui avaient été précédemment fermés (BCE, 2012a).

◀ *Les facilités de crédit instaurées récemment ont eu des retombées quantifiables sur les marchés financiers et l'activité de prêt.*

Achats massifs d'actifs

L'efficacité des achats massifs d'actifs est une question qui a été largement traitée dans la littérature. Les chercheurs s'entendent pour dire que ces opérations ont eu des effets bénéfiques sur les marchés financiers et dynamisé l'économie dans son ensemble. Les achats de titres adossés à des créances hypothécaires ont entraîné une chute des rendements des obligations hypothécaires, qui sont tombés à leur plus bas aux États-Unis (Graphique 4). Dans le même ordre d'idées, on évalue que les trois premiers

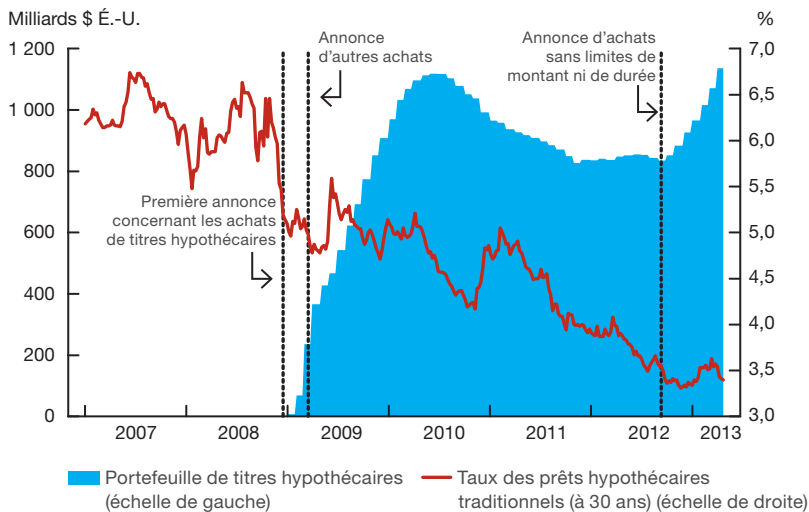
◀ *Les achats massifs d'actifs ont eu des effets bénéfiques sur les marchés financiers et dynamisé l'économie dans son ensemble.*

⁷ Pour une analyse fouillée, lire Kozicki, Santor et Suchanek (2011).

⁸ On inclut dans les coûts d'accès aussi bien les coûts directs (les frais d'utilisation par exemple) que les coûts indirects comme les perceptions négatives qui sanctionnent le recours à ce genre de mécanisme.

Graphique 4 : Portefeuille de titres hypothécaires de la Réserve fédérale et taux hypothécaire

Données hebdomadaires

Sources : Federal Home Loan Mortgage Corporation
et Réserve fédérale américaine

Dernière observation : semaine se terminant le 25 avril 2013

programmes de la Réserve fédérale ont fait reculer les rendements des obligations à 10 ans de 65 à 120 points de base au total (**Tableau 1**). D'après les estimations, les acquisitions d'obligations d'État par la Banque d'Angleterre auraient induit une réduction de 50 à 100 points de base des rendements (Breedon, Chadha et Waters, 2012; Joyce et autres, 2011), alors que le programme d'assouplissement quantitatif de la Banque du Japon aurait eu une incidence plus limitée (repli des rendements de 13 à 24 points de base) (Lam, 2011; Ueda, 2012). Bien qu'il ait été d'une ampleur beaucoup plus faible, le Programme pour les marchés de titres a permis à la BCE de diminuer, en 2010, les écarts de taux relatifs aux titres de dette émis par les pays périphériques d'Europe (**Graphique 5**); cependant, cette baisse a été plutôt passagère au vu de la résurgence rapide des tensions sur les marchés financiers. Après le dévoilement par la BCE de son programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) en 2012 et l'annonce que l'institution était « prête à tout pour préserver l'euro » (Draghi, 2012), les écarts de taux se sont à nouveau réduits et les investisseurs ont regagné confiance (BCE, 2012b)⁹. Au bout du compte, l'efficacité des achats massifs d'actifs paraît surtout dépendre des conditions économiques et financières en toile de fond. C'est pourquoi les premiers achats pourraient avoir eu des répercussions plus importantes que les acquisitions qui ont suivi.

Les recherches indiquent que, outre l'incidence exercée sur les marchés financiers, les achats massifs d'actifs aux États-Unis ont contribué de façon importante à la relance de l'économie et au maintien de la stabilité des prix (notamment en prévenant la désinflation ou même la déflation) (**Tableau 1**). Le constat est le même au Royaume-Uni, où le programme d'assouplissement quantitatif de la Banque d'Angleterre aurait eu un effet maximal de 1 1/2 à 2 % dans le cas de la production réelle et de 3/4 à 1 1/2 % pour l'inflation (Joyce, Tong et Woods, 2011). Dans l'ensemble, les programmes

⁹ Le succès relatif de l'annonce des OMT (par rapport au Programme pour les marchés de titres) est probablement lié au fait que les acquisitions sont en principe illimitées, tout en étant soumises au respect d'un programme d'ajustement macroéconomique, et que ces achats sont entourés de plus de transparence.

Tableau 1 : Incidence des programmes d'achat massif d'actifs aux États-Unis

	Montant total des achats en milliards \$ É.-U.	Incidence			
		Sur le rendement des titres du Trésor		Sur le niveau du PIB	
		En points de base	En points de base par tranche de 100 milliards \$ É.-U.	En pourcentage	En pourcentage par tranche de 100 milliards \$ É.-U.
Premier programme d'achat					
Plage des estimations	1 750	De 38 à 107 ^a	De 2,2 à 6,1 ^a	De 0,7 à 3 ^b	De 0,04 à 0,17 ^b
Bernanke (2012)	1 750	De 40 à 110	De 2,3 à 6,3		
Deuxième programme d'achat					
Plage des estimations	600	De 13 à 45 ^c	De 2,2 à 7,5 ^c	De 0,4 à 1 ^d	De 0,07 à 0,17 ^d
Bernanke (2012)	600	De 15 à 45	De 2,5 à 7,5		
Premier et deuxième programmes d'achat					
Bernanke (2012)	2 350			3	0,13
Premier et deuxième programmes d'achat + programme de prolongation des échéances					
Plage des estimations	2 750	De 65 à 100 ^e	De 2,4 à 3,6 ^e		
Bernanke (2012)	2 750	De 80 à 120	De 2,9 à 4,4		

a. Ihrig et autres, 2012; Doh, 2010; Meyer et Bomfim, 2010; Gagnon et autres, 2011; Neely, 2012

b. Chung et autres, 2012; Deutsche Bank, 2010; Baumeister et Benati, 2010

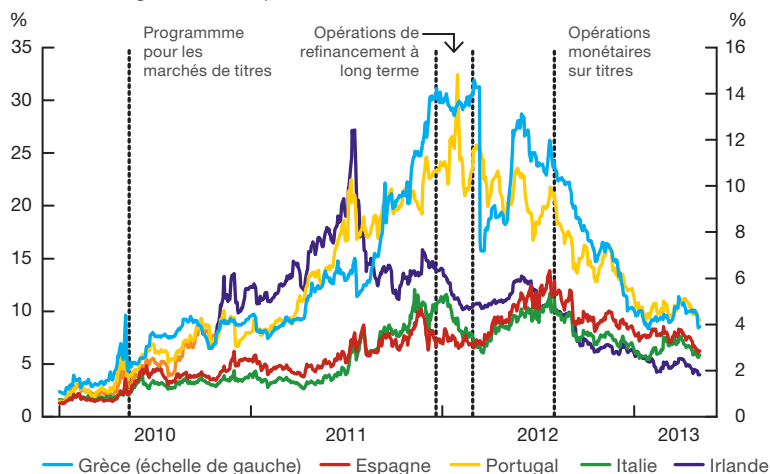
c. Ihrig et autres, 2012; Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2011; D'Amico et autres, 2012

d. Chen, Cúrdia et Ferrero, 2012; Chung et autres, 2012; Meyer et Bomfim, 2011

e. Ihrig et autres, 2012; Li et Wei, 2012; Meyer et Bomfim, 2012

Graphique 5 : Écarts de taux entre les obligations génériques à 10 ans des pays périphériques de la zone euro

Différence en points de pourcentage par rapport au taux de l'obligation générique de l'Allemagne, données quotidiennes



Nota : Faute de données suffisantes, une obligation générique à huit ans est utilisée pour l'Irlande. L'obligation générique à x ans est l'obligation dont l'échéance est la plus proche de celle de x.

Sources : Bloomberg et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 6 mai 2013

d'achat massif semblent avoir eu des résultats positifs lorsque leurs modalités et objectifs étaient communiqués de manière claire et transparente et que les volumes de titres acquis étaient importants par rapport à la taille du marché visé.

Indications prospectives

Apparemment, les indications données par la Réserve fédérale sur l'orientation future de sa politique monétaire ont été un outil efficace. Depuis que la banque centrale américaine a allongé la durée de son engagement à l'égard du niveau du taux des fonds fédéraux, le moment où les acteurs de marché s'attendent à le voir augmenter s'est éloigné. La modification des attentes est manifeste dans la réaction des prix des actifs financiers et les données d'enquête (Bernanke, 2012). Grâce à son engagement conditionnel, la Banque du Canada est elle aussi parvenue à modifier les anticipations des marchés. Les anticipations intégrées à la courbe de rendement ont diminué après l'annonce de la Banque, ce qui a favorisé la remontée de la croissance et de l'inflation au Canada (Carney, 2012)¹⁰.

Si les mesures de politique monétaire non traditionnelles ont, semble-t-il, atteint leurs objectifs jusqu'à présent, il est trop tôt pour juger de leur succès global, car il reste à voir comment les banques centrales réussiront à s'en désengager.

Enjeux et coûts potentiels

Les coûts potentiels associés à la poursuite d'une politique monétaire non traditionnelle n'ont pas encore été évalués rigoureusement. Il n'empêche : les banques centrales qui épousent cette voie feraient bien d'examiner un certain nombre de questions.

Stratégie de sortie et gestion du bilan

Un débat animé est en train de s'ouvrir sur la question du retrait des mesures de politique monétaire non traditionnelles. Un désengagement prématuré nuirait à la reprise, alors qu'un dénouement trop lent de ces mesures entraînerait un excès de liquidité et alimenterait les tensions inflationnistes. Pour que la stratégie de sortie soit un succès, les communications et les orientations devront impérativement être claires.

Malgré l'expansion de la base monétaire par rapport à la taille de l'économie (Graphique 6), l'évolution de l'inflation est restée généralement conforme aux objectifs de stabilité des prix des grandes banques centrales jusqu'ici (Graphique 7), et les attentes d'inflation sont demeurées globalement bien arrimées¹¹. Le niveau de liquidité accru dans le système financier doit néanmoins être géré adéquatement afin de prévenir de futures pressions inflationnistes.

La banque centrale peut atténuer le degré de détente monétaire en augmentant son taux directeur et la rémunération des réserves tenues chez elle¹², en concluant des cessions en pension et en réduisant la taille de son bilan (par la vente d'actifs ou simplement le non-renouvellement de ceux qui arrivent à échéance). Toutefois, le mécanisme de transmission

◀ *Un retrait prématuré des mesures de politique monétaire non traditionnelles nuirait à la reprise, alors qu'un dénouement trop lent de ces mesures entraînerait un excès de liquidité et alimenterait les tensions inflationnistes.*

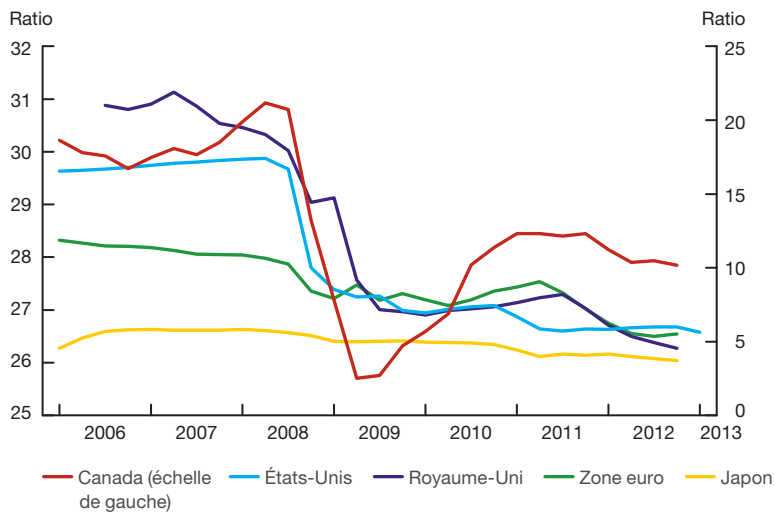
¹⁰ He (2010) analyse empiriquement l'efficacité de la politique d'engagement conditionnel du Canada.

¹¹ La détente monétaire en place n'a pas suscité d'inflation parce qu'elle faisait contrepois à une diminution du crédit et du levier d'endettement dans le secteur privé — laquelle, autrement, aurait eu des effets déflationnistes.

¹² Plus le taux de rémunération de ses dépôts est élevé, moins la banque est incitée à prêter ses fonds à d'autres banques ou à l'économie réelle.

Graphique 6 : Ratio du PIB nominal à la base monétaire

Données trimestrielles désaisonnalisées

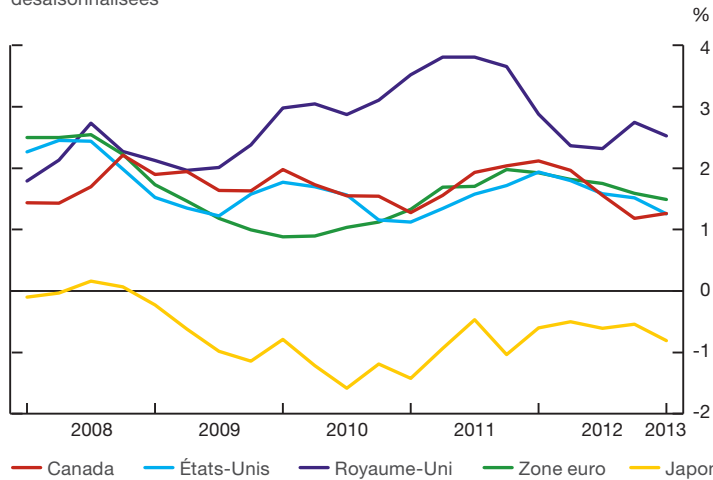


Sources : Banque du Canada, Statistique Canada; Haver Analytics dans le cas des données de la Réserve fédérale américaine, du Bureau d'analyse économique des États-Unis, de la Banque d'Angleterre, de l'Office for National Statistics (Royaume-Uni), de la Banque centrale européenne, d'Eurostat, de la Banque du Japon et du Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada

Dernières observations :
2013T1 (États-Unis);
2012T4 (autres pays)

Graphique 7 : Inflation fondamentale dans les grandes économies avancées

Variation en glissement annuel, points de pourcentage, données trimestrielles désaisonnalisées



Nota : L'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages hors alimentation et énergie est utilisé dans le cas des États-Unis.

Sources : Statistique Canada; Haver Analytics dans le cas des données du Bureau d'analyse économique des États-Unis, de l'Office for National Statistics (Royaume-Uni), d'Eurostat et du ministère de l'Intérieur et des Communications (Japon)

Dernière observation : 2013T1

monétaire pourrait se trouver modifié si le relèvement des taux directeurs s'accompagne d'une ponction dans les réserves. La banque centrale devra donc suivre la situation de près (Kozicki, Santor et Suchanek, 2011).

Le grossissement de leurs bilans expose les banques centrales à des pertes potentielles. Il ressort d'analyses récentes que la Réserve fédérale, par exemple, pourrait subir des pertes selon certains scénarios de vente d'actifs et d'évolution des taux d'intérêt du marché (Carpenter et autres, 2013). De plus, son bilan se trouverait fragilisé par l'acquisition d'actifs risqués et la diminution des exigences de garantie applicables aux prêts qu'elle accorde¹³. Les banques centrales peuvent, en principe, supporter des risques de pertes à leur bilan sans préjudice à leur capacité de mettre en œuvre la politique monétaire¹⁴. Les pertes qu'elles essuieraient ne les empêcheraient pas de resserrer la politique monétaire quand l'économie réelle commence à se redresser, étant donné que ces pertes représentent un inconvénient mineur par rapport aux importants bienfaits que procure une croissance plus forte de l'économie.

Indépendance et crédibilité de la banque centrale

La crédibilité de la banque centrale risque de s'éroder si ses achats de titres d'État sont perçus comme un moyen de faciliter le financement de lourds déficits publics. Si l'opinion devait y voir le signe d'une perte d'indépendance, il pourrait en résulter un désarrimage des attentes d'inflation. Des pertes sur les actifs du portefeuille de la banque centrale pourraient aussi ternir sa réputation. C'est pourquoi les autorités monétaires doivent veiller à ce que les mesures non traditionnelles déployées soient bien expliquées et visent strictement l'atteinte des objectifs définis dans leur mandat, et rien de plus.

◀ *Les autorités monétaires doivent veiller à ce que les mesures non traditionnelles déployées soient bien expliquées et visent strictement l'atteinte des objectifs définis dans leur mandat.*

Maintien prolongé de bas taux d'intérêt et stabilité financière

Dans de nombreux pays, la poursuite de politiques d'expansion du bilan a conduit à une période prolongée de très bas taux d'intérêt sur toute la gamme des échéances, laquelle est source de préoccupations (Carney, 2010). On craint par exemple que les institutions financières telles que les sociétés d'assurance et les caisses de retraite se sentent contraintes d'investir dans des actifs plus risqués ou d'employer de nouvelles stratégies dont elles comprennent moins bien les risques, parce qu'elles sont tenues, ou jugent préférable, de détenir des actifs à long terme dans leurs portefeuilles et doivent faire correspondre les revenus de ces actifs à leurs engagements de long terme. De façon plus générale, bien que le rééquilibrage des portefeuilles que visent les programmes d'achat massif soit un mécanisme clé, il pourrait donner lieu à une prise excessive de risques et accentuer les vulnérabilités au sein du système financier, obligeant de ce fait les autorités prudentielles à plus de vigilance. Enfin, le maintien de bas taux d'intérêt durant de longues périodes est susceptible de favoriser la survie d'entreprises ou de banques ne devant la poursuite de leurs activités qu'à des conditions d'emprunt avantageuses. Ces entreprises ou banques en sursis sont un obstacle à la restructuration indispensable de l'économie.

¹³ La BCE a mis en réserve plus de la moitié de ses revenus d'intérêts en 2012 pour se prémunir contre le risque de pertes sur les obligations d'État acquises dans le cadre du Programme pour les marchés de titres.

¹⁴ Aux États-Unis, on estime que les revenus cumulés sur l'ensemble de la période d'application des mesures non traditionnelles seront positifs et même plus élevés qu'ils ne l'auraient été en l'absence des programmes d'achat massif d'actifs (Carpenter et autres, 2013).

Effets distributifs

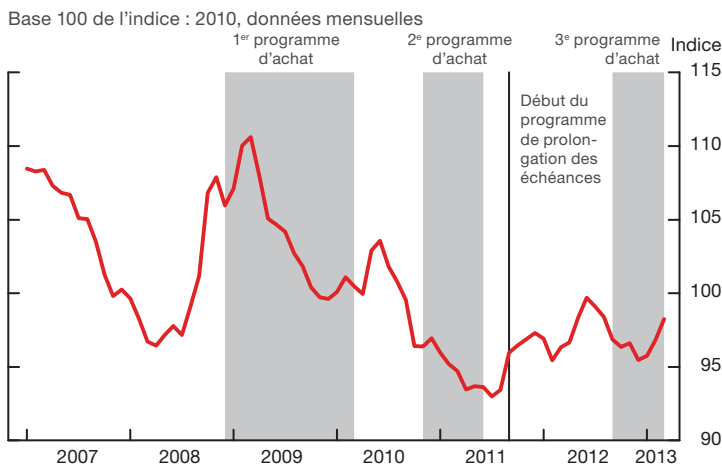
Autre préoccupation, les programmes d'achat d'actifs pourraient avoir des effets distributifs, en avantageant un groupe au détriment d'un autre¹⁵. Le faible niveau des rendements à long terme favorise les emprunteurs aux dépens des épargnants, mais certains observateurs font également valoir que les effets de richesse découlant du rééquilibrage des portefeuilles bénéficieraient aux actionnaires plutôt qu'aux porteurs d'obligations. D'après des travaux récents, cette inquiétude serait injustifiée, car la baisse des rendements est en grande partie compensée par une hausse des prix des actifs (Banque d'Angleterre, 2012). Les banques centrales devraient cependant prendre garde aux éventuels effets distributifs.

Effets de débordement

Tout comme les mesures de politique monétaire traditionnelles, les mesures non traditionnelles peuvent influencer sur les prix d'autres actifs financiers. Neely (2012) constate que l'annonce des programmes d'achat massif de titres a fait sensiblement diminuer non seulement le rendement des obligations à long terme à l'extérieur des États-Unis, mais aussi les cours au comptant du dollar américain (Graphique 8).

◀ *Tout comme les mesures de politique monétaire traditionnelles, les mesures non traditionnelles peuvent influencer sur les prix d'autres actifs financiers.*

Graphique 8 : Taux de change effectif réel du dollar É.-U.



Source : Banque des Règlements Internationaux

Dernière observation : mars 2013

Maints pays émergents, de même que certains pays développés, ont reproché à la Réserve fédérale de chercher à faire baisser le dollar É.-U. par ses programmes d'assouplissement quantitatif et d'alimenter, ce faisant, les mouvements de capitaux vers les économies de marché émergentes. Les recherches actuelles n'étayaient pas ce point de vue¹⁶. Qui plus est, la demande étant insuffisante, les achats massifs d'actifs se sont avérés nécessaires pour permettre à la Réserve fédérale d'atteindre ses objectifs en matière de stabilité des prix. La dépréciation de la monnaie est l'un des rouages du processus de transmission de la politique monétaire et facilite en réalité l'ajustement entre les pays dont la balance courante est excédentaire (et qui, autrement, connaîtraient l'inflation) et ceux dont la balance

¹⁵ Toutes les mesures de politique monétaire sont établies dans l'intérêt de l'économie entière, mais elles ont inévitablement des effets distributifs.

¹⁶ Voir, par exemple, Ghosh et autres (2012), FMI (2011) ainsi que Forbes et Warnock (2012).

courante est déficitaire. Les détracteurs de la politique de la Réserve fédérale devraient reconnaître que sans ces programmes d'achat massif, le niveau plus élevé des taux d'intérêt aux États-Unis aurait eu pour conséquence d'intensifier les pressions déflationnistes et d'affaiblir encore plus la croissance de l'économie.

Enfin, certains commentateurs avancent que les achats massifs d'actifs ont encouragé le renchérissement des produits de base. On observe toutefois peu d'indices que la hausse survenue en 2009-2010 leur ait été imputable (Glick et Leduc, 2012). Celle-ci tenait vraisemblablement à d'autres facteurs, comme les contraintes de l'offre et la vigueur de la demande dans les pays émergents.

Conclusion

La Grande Récession qui a succédé à la crise financière de 2007-2009 a amené les banques centrales à mettre en œuvre une série d'interventions inédites. Dans l'ensemble, les recherches menées jusqu'ici indiquent que ces mesures ont été — et demeurent — efficaces, puisqu'elles ont aidé à atténuer les problèmes les plus criants et à soutenir la reprise. Si les autorités n'avaient pas agi, la situation économique aurait été bien pire encore. Les mesures de politique monétaire non traditionnelles font désormais partie de la panoplie d'outils des banques centrales. Ces dernières peuvent ainsi y faire appel pour stimuler fortement l'économie si les circonstances l'exigent.

Néanmoins, une évaluation complète de l'efficacité de ces politiques ne sera possible que lorsqu'on saura comment les banques centrales seront parvenues à s'en désengager. Il faudra aussi prendre en compte les coûts éventuels des mesures non traditionnelles. L'expansion de son bilan expose la banque centrale à de plus grands risques, tandis que le maintien d'une détente monétaire considérable pendant une longue période pourrait avoir des répercussions néfastes sur la stabilité financière, ainsi que sur la crédibilité et l'indépendance de l'institution. Naturellement, les autorités monétaires ne doivent jamais perdre de vue les coûts et les risques rattachés à leurs interventions, mais à l'heure actuelle, ceux-ci ne semblent pas suffisamment importants pour limiter le recours aux outils à leur disposition.

Ouvrages et articles cités

Banque centrale européenne (2012a). « Impact of the Two Three-Year Longer-Term Refinancing Operations », *Monthly Bulletin*, mars, p. 37-39.

——— (2012b). *Financial Stability Review*, décembre.

Banque d'Angleterre (2012). « The Distributional Effects of Asset Purchases », *Quarterly Bulletin*, Banque d'Angleterre, troisième trimestre, p. 254-266.

Baumeister, C., et L. Benati (2010). *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound*, document de travail n° 1258, Banque centrale européenne.

- Bernanke, B. S. (2012). *Monetary Policy Since the Onset of the Crisis*, discours prononcé à un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 31 août.
- Breedon, F., J. S. Chadha et A. Waters (2012). « The Financial Market Impact of UK Quantitative Easing », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 28, n° 4, p. 702-728.
- Carney, M. (2010). *Vivre en période prolongée de bas taux d'intérêt*, discours prononcé devant l'Association of Economists of Canada, Toronto (Ontario), 13 décembre.
- (2012). *Communiquer : quoi, quand et comment*, discours prononcé devant l'Association CFA Toronto, Toronto (Ontario), 11 décembre.
- Carpenter, S. B., J. E. Ihrig, E. C. Klee, D. W. Quinn et A. H. Boote (2013). *The Federal Reserve's Balance Sheet and Earnings: A Primer and Projections*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2013-01.
- Chen, H., V. Cúrdia et A. Ferrero (2012). « The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programmes », *The Economic Journal*, vol. 122, n° 564, p. F289-F315.
- Chung, H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider et J. C. Williams (2012). « Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 44, n° s1, p. 47-82.
- Churm, R., A. Radia, J. Leake, S. Srinivasan et R. Whisker (2012). « The Funding for Lending Scheme », *Quarterly Bulletin*, Banque d'Angleterre, quatrième trimestre, p. 306-320.
- D'Amico, S., W. English, D. López-Salido et E. Nelson (2012). « The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programmes: Rationale and Effects », *The Economic Journal*, vol. 122, n° 564, p. F415-F446.
- Deutsche Bank (2010). « Benefits and Costs of QE2 », *Global Economic Perspectives*, 29 septembre.
- Doh, T. (2010). « The Efficacy of Large-Scale Asset Purchases at the Zero Lower Bound », *Economic Review*, Banque fédérale de réserve de Kansas City, deuxième trimestre, p. 5-34.
- Draghi, M. (2012). *Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi*, discours prononcé dans le cadre de la Global Investment Conference, Londres, 26 juillet.
- Fonds monétaire international (2011). *Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*, Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation, 14 février.
- Forbes, K. J., et F. E. Warnock (2012). « Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment », *Journal of International Economics*, vol. 88, n° 2, p. 235-251.

- Gagnon, J., M. Raskin, J. Remache et B. Sack (2011). « The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases », *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 1, p. 3-43.
- Ghosh, A. R., J. Kim, M. S. Qureshi et J. Zalduendo (2012). *Surges*, document de travail n° WP/12/22, Fonds monétaire international.
- Glick, R., et S. Leduc (2012). « Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets », *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, n° 8, p. 2078-2101.
- Goldberg, L. S., C. Kennedy et J. Miu (2011). « Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs », *Economic Policy Review*, Banque fédérale de réserve de New York, mai, p. 3-20.
- He, Z. (2010). *Evaluating the Effect of the Bank of Canada's Conditional Commitment Policy*, document d'analyse n° 2010-11, Banque du Canada.
- Ihrig, J., E. Klee, C. Li, B. Schulte et M. Wei (2012). *Expectations About the Federal Reserve's Balance Sheet and the Term Structure of Interest Rates*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2012-57.
- Joyce, M., A. Lasaosa, I. Stevens et M. Tong (2011). « The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom », *International Journal of Central Banking*, vol. 7, n° 3, p. 113-161.
- Joyce, M., M. Tong et R. Woods (2011). « The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact », *Quarterly Bulletin*, Banque d'Angleterre, troisième trimestre, p. 200-212.
- Kozicki, S., E. Santor et L. Suchanek (2011). « L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle : l'achat d'actifs par les banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-27.
- Krishnamurthy, A., et A. Vissing-Jorgensen (2011). « The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, automne, p. 215-287.
- Lam, W. R. (2011). *Bank of Japan's Monetary Easing Measures: Are They Powerful and Comprehensive?*, document de travail n° WP/11/264, Fonds monétaire international.
- Li, C., et M. Wei (2012). *Term Structure Modelling with Supply Factors and the Federal Reserve's Large Scale Asset Purchase Programs*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2012-37.
- Meyer, L. H., et A. N. Bomfim (2010). « Quantifying the Effects of Fed Asset Purchases on Treasury Yields », *Monetary Policy Insights : Fixed Income Focus*, Macroeconomic Advisers, 17 juin.

Meyer, L. H., et A. N. Bomfim (2011). « The Macro Effects of LSAPs II: A Comparison of Three Studies », *Monetary Policy Insights : Policy Focus*, Macroeconomic Advisers, 7 février.

——— (2012). « Not Your Father's Yield Curve: Modeling the Impact of QE on Treasury Yields », *Monetary Policy Insights : Fixed Income Focus*, Macroeconomic Advisers, 7 mai.

Neely, C. J. (2012). *The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects*, document de travail n° 2010-018D, Banque fédérale de réserve de St. Louis.

Ueda, K. (2012). « The Effectiveness of Non-Traditional Monetary Policy Measures: The Case of the Bank of Japan », *The Japanese Economic Review*, vol. 63, n° 1, p. 1-22.

Annexe

Politiques monétaires non traditionnelles menées dans les grandes économies avancées

Facilité	Programme	Année	Description
Mécanismes de soutien à la liquidité			
Réserve fédérale	Term-Auction Facility	2007	Financement à plus d'un jour destiné aux institutions de dépôt
	Primary Dealer Credit Facility	2008	Création d'un guichet d'escompte à l'intention des négociants principaux
	Term Securities Lending Facility	2008	Adjudications de bons du Trésor en contrepartie de titres illiquides
Banque centrale européenne	Expansion des opérations de refinancement	2008	Hausse du financement par le moyen d'appels d'offres à taux fixe avec allocation intégrale des soumissions
Banque d'Angleterre	Special Liquidity Scheme	2008	Échange de bons du Trésor contre des actifs illiquides
Banque du Canada	Prises en pension à plus d'un jour	2008	Octroi aux négociants principaux d'un financement à plus d'un jour sous la forme de prises en pension de titres
Grandes banques centrales	Accords de swap de devises contre des dollars É.-U.	2008	Échanges réciproques de dollars É.-U., d'euros et d'autres devises entre les banques centrales des grandes économies
Facilités de crédit			
Réserve fédérale	Commercial Paper Funding Facility	2008	Achat de papier commercial à 90 jours
	Money Market Investor Funding Facility	2008	Financement à plus d'un jour visant à accroître la liquidité des fonds du marché monétaire
	Term Asset-Backed Securities Loan Facility	2008	Soutien de l'émission de titres adossés à des actifs
Banque centrale européenne	Opérations de refinancement à long terme d'une durée de 3 ans	2011	Octroi aux banques de prêts totalisant 1,1 billion d'euros
Banque d'Angleterre	Funding for Lending Scheme	2012	Octroi aux banques d'un financement à des conditions avantageuses en vue d'accroître le volume de prêts
Banque du Japon	Stimulating Bank Lending Facility	2012	Octroi de prêts de un à trois ans à de bas taux d'intérêt afin de stimuler le crédit
Achats d'actifs			
Réserve fédérale	Premier programme d'achat massif d'actifs	2008	Achat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor américain et de 1 450 milliards de dollars de titres de créance des agences fédérales de refinancement hypothécaire et de titres hypothécaires émis par elles
	Deuxième programme d'achat massif d'actifs	2010	Achat de 600 milliards de dollars de titres du Trésor américain
	Troisième programme d'achat massif d'actifs	2012	Achat de 85 milliards de dollars par mois de titres du Trésor américain et de titres hypothécaires
	Premier et deuxième programmes de prolongation des échéances	2010	Vente de titres du Trésor à court terme en vue de l'acquisition de titres du Trésor à long terme
Banque centrale européenne	Programme pour les marchés de titres	2010	Achat de 200 milliards d'euros de titres émis par des pays périphériques de la zone euro
	Opérations monétaires sur titres	2012	Achat, sans limites de montant ni de durée, de titres à court terme d'émetteurs souverains sous réserve du respect de certaines conditions
Banque d'Angleterre	Programme d'achat d'actifs	2009	Achat de 375 milliards de livres de titres (principalement des obligations d'État)
Banque du Japon	Programme d'achat d'actifs	2013	Doublement de la taille du bilan (de 135 à 270 billions de yens)