

# NORMALISATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE VERS QUEL(S) OBJECTIF(S) ?

**Christophe Blot**

*Sciences Po, OFCE ; Université Paris Nanterre – EconomiX*

**Jérôme Creel**

*Sciences Po, OFCE ; ESCP Europe*

**Paul Hubert**

*Sciences Po, OFCE*

---

La mise en œuvre des politiques monétaires non conventionnelles a entraîné une forte augmentation de la taille du bilan des banques centrales. Alors que le temps de la normalisation de la politique monétaire semble être venu – la BCE a d'ores et déjà annoncé la fin de sa politique ultra-accommodante et la baisse de la taille de son bilan pourrait intervenir en début d'année 2019 –, une question importante reste en suspens : quelle est la taille « normale » du bilan de la BCE ? S'agit-il de celle qui prévalait avant la crise de 2007-2008 ou pas ? En effet, alors même que les mesures non conventionnelles des banques centrales étaient supposées être exceptionnelles et temporaires, un débat s'est engagé sur l'opportunité d'intégrer certaines de ces mesures à la liste des instruments usuels de la politique monétaire. En d'autres termes, de nombreux économistes, notamment, s'interrogent sur l'opportunité pour les banques centrales de conserver des tailles de bilan importantes, plus grandes en tout cas que celles d'avant-crise, pour assurer leurs missions. Au-delà des canaux de transmission différenciés qu'elles offrent, les mesures non-conventionnelles sont en effet aussi susceptibles de renforcer la capacité des banques centrales à assurer la stabilité financière. La question d'adopter des politiques de bilan permanentes pour les banques centrales se pose d'autant plus que le contexte institutionnel a évolué depuis la crise : les missions des banques centrales ont été élargies et les préoccupations à l'égard de la stabilité financière sont croissantes. Cet article présente ainsi des scénarios de réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème ainsi que les arguments en faveur de la pérennisation de certaines des mesures non conventionnelles. Si les arguments sont nombreux, il faut bien reconnaître que les économistes n'ont pas encore complètement analysé l'effet potentiel des politiques de bilan sur la stabilité macroéconomique et financière. Ceci ne devrait pourtant pas empêcher les banques centrales de recourir à ces politiques pour compléter l'arsenal des

instruments à leur disposition pour faire face aux besoins de liquidité des banques commerciales, pour atténuer la fragmentation bancaire et pour assurer la fourniture d'actifs liquides sans risque dans la zone euro.

*Mots clés* : politique monétaire, bilan des banques centrales, assouplissement quantitatif, stabilité financière, canaux de transmission.

---

**A**vec la crise financière, les banques centrales ont utilisé de nouveaux outils de politique monétaire – les politiques de bilan – lorsque leur action fut limitée par la borne inférieure pour le taux d'intérêt directeur (ZLB)<sup>1</sup>. La mise en œuvre de ces mesures a entraîné une forte augmentation de la taille du bilan des banques centrales. Au premier trimestre 2018, le montant total d'actifs détenus par la Réserve fédérale était de 4 450 milliards de dollars (22,3 % du PIB américain) contre 900 milliards de dollars (6,3 % du PIB) début 2007. Sur la même période, le bilan de l'Eurosystème<sup>2</sup> est passé de 1 150 milliards d'euros (12,4 % du PIB de la zone euro) à 4 470 milliards (39 % du PIB).

Initialement, les mesures prises étaient supposées être exceptionnelles et donc temporaires, destinées à dépasser la contrainte portant sur les taux directeurs et mises en œuvre en réaction à la crise financière. Un débat est cependant engagé sur l'opportunité d'intégrer certaines des mesures prises pendant la crise à la liste des instruments de la politique monétaire, y compris en période normale<sup>3</sup>. Ce débat est central puisqu'il conditionne les futures décisions des banques centrales. En outre, il renvoie aux canaux de transmission de la politique monétaire et aux objectifs assignés aux banques centrales. Sont-elles uniquement en charge de la stabilité des prix ou doivent-elles orienter leur politique monétaire à des fins de stabilité financière ?

Ce débat intervient dans un contexte de normalisation et de réduction à venir ou en cours du bilan des banques centrales. La fin de la crise financière et la reprise économique doivent-elles conduire les banques centrales à revenir sur la situation qui prévalait avant 2008 en termes de

---

1. En pratique, cette borne n'est pas nécessairement zéro. Il s'agit plutôt d'un niveau de taux d'intérêt directeur à partir duquel aucune baisse supplémentaire n'est anticipée.

2. L'Eurosystème désigne l'ensemble composé de la BCE et des banques centrales nationales (BCN) des pays de la zone euro. Dans la mesure où les opérations de politique monétaire dans la zone euro sont décentralisées, il faut tenir compte des évolutions de bilan de l'ensemble des banques centrales : BCE et BCN.

3. Voir Friedman (2015) par exemple.

taille de bilan et de stratégie de politique monétaire ? La question est d'autant plus pertinente que les missions des banques centrales ont été élargies pendant la crise et que les préoccupations à l'égard de la stabilité financière sont croissantes. Bernanke (2016), président de la Réserve fédérale entre 2006 et 2014, s'interroge sur la taille optimale du bilan des banques centrales. En maintenant un bilan plus important et dont la composition de l'actif serait plus diversifiée qu'avant la crise, les banques centrales pourraient élargir leur capacité à intervenir en période de tensions comme en période normale. La réduction en cours de la taille des bilans des banques centrales implique-t-elle un retour à la normale ou la transition vers une nouvelle forme de « normalité », supposant un bilan plus important et le recours plus fréquent à des mesures jusqu'ici qualifiées de non conventionnelles<sup>4</sup> ? Les annonces de réduction de la taille des bilans des banques centrales permettent d'envisager le rythme auquel cette réduction aura lieu, mais elles ne donnent pas d'indication précise sur la date de fin de ce processus et donc sur l'intégration éventuelle des mesures jusqu'ici qualifiées de non conventionnelles dans la boîte à outils des banques centrales.

Après avoir présenté les scénarios de réduction de la taille du bilan de l'Eurosystème et de la Réserve fédérale, nous discutons des arguments en faveur de la pérennisation des mesures non conventionnelles. Nous montrons que la discussion sur ces questions dépendra en fin de compte du possible changement de mandat des banques centrales et des canaux de transmission de ces politiques.

## 1. Conception et calendrier de la sortie des programmes d'assouplissement quantitatif

L'évolution de la situation macroéconomique de la zone euro plaide pour une réduction progressive du stimulus monétaire mis en œuvre par la BCE. Il s'agit principalement pour le Conseil des gouverneurs de préciser le *timing* de réduction des achats de titres puis de réduction de la taille du bilan et enfin de la remontée future des taux directeurs. La communication autour de cette normalisation de la politique monétaire est essentielle pour qu'elle ne se traduise pas par une volatilité excessive des marchés et un durcissement non maîtrisé des conditions

---

4. Nous nous concentrons principalement sur l'assouplissement quantitatif. L'utilisation de la « forward guidance » de manière plus permanente pourrait également être débattue en tant que moyen d'améliorer la stratégie de communication des banques centrales.

de financement. En effet, l'arrêt des achats de titres réduira mécaniquement la demande et pèsera donc sur le prix des actifs achetés dans le cadre des programmes de la BCE – obligations sécurisées<sup>5</sup>, titres garantis par des actifs<sup>6</sup>, titres émis par le secteur privé<sup>7</sup> et principalement titres obligataires souverains<sup>8</sup> – et donc sur leur rendement. Si l'objectif de la normalisation est bien à terme de faire remonter les taux d'intérêt, la BCE souhaitera sans doute que cette hausse soit progressive. Un durcissement trop brutal de la politique monétaire menacerait effectivement la reprise dans un contexte où l'inflation reste inférieure à la cible de 2 % et où l'inflation sous-jacente reste stable autour de 1 % depuis l'été 2013 (graphique 1).

La BCE a systématiquement communiqué sa stratégie en donnant des précisions sur la durée des programmes, l'évolution des montants de titres et les échéances auxquelles ils seraient réduits puis arrêtés. Ainsi, le volume mensuel net d'actifs acquis par la BCE avait été réduit une première fois en avril 2017 passant de 80 à 60 milliards, ce qui avait conduit à une moindre augmentation de la taille du bilan de l'Eurosystème (graphique 2). Puis, le 26 octobre 2017, Mario Draghi avait indiqué que le programme serait réduit à 30 milliards et prolongé au moins jusqu'en septembre 2018. Enfin, une nouvelle réduction des achats a été annoncée le 14 juin 2018. Ils passeraient à 15 milliards entre octobre et décembre 2018 puis cesseraient après cette date. Cependant, au-delà de décembre, « l'Eurosystème réinvestira les paiements du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pour une période prolongée après la fin de ses achats d'actifs nets, et en tout cas aussi longtemps que nécessaire ». Concrètement, la taille du bilan se stabiliserait, toutes choses égales par ailleurs, à partir de janvier 2019. En effet, l'évolution de la taille du bilan de l'Eurosystème dépend non seulement des achats de titres mais aussi de la demande de liquidité dans le cadre des opérations principales (MRO) et à long terme de refinancement (LTRO), à très long terme (VLTRO) ainsi que les opérations ciblées (TLTRO). Parallèlement à l'augmentation des actifs de la BCE, des changements substantiels ont été apportés au passif de son bilan. Avant la crise financière, les engagements de la BCE étaient principalement des billets en circulation

---

5. Dans le cadre du programme CBPP (*covered-bond purchase programme*).

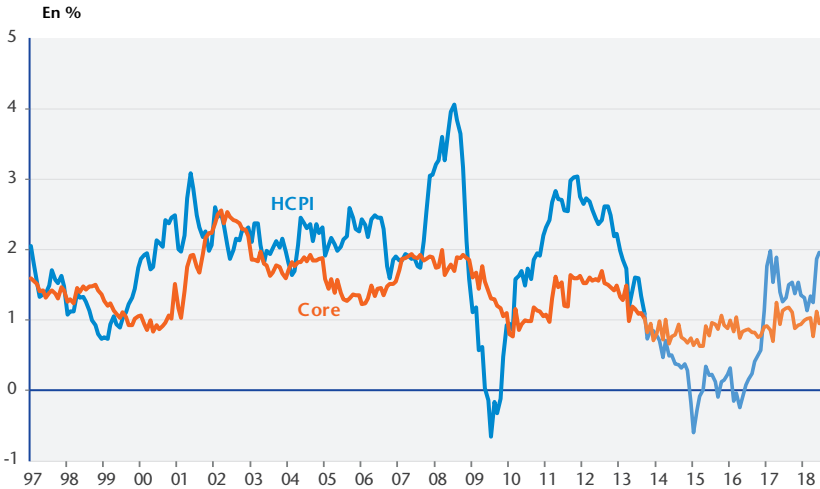
6. Dans le cadre du programme ABSPP (*asset-backed securities purchase programme*).

7. Dans le cadre du programme CSPP (*corporate securities purchase programme*).

8. Dans le cadre du programme PSPP (*public sector purchase programme*).

(monnaie) alors qu'aujourd'hui, il s'agit des réserves bancaires, dont la majeure partie est constituée de réserves excédentaires et de facilités de dépôt. Cette augmentation des réserves est la conséquence directe des programmes non conventionnels de la BCE, d'abord au travers des opérations de liquidité et, plus récemment au travers du programme d'achats d'actifs.

Graphique 1. Inflation et inflation sous-jacente dans la zone euro

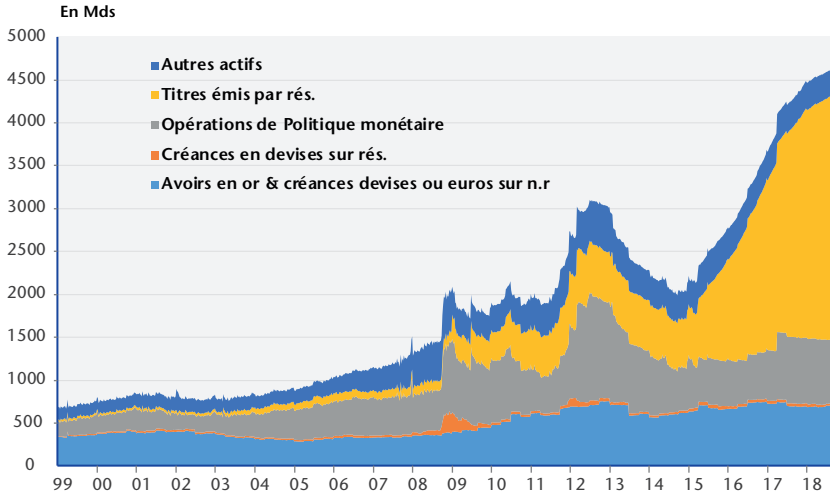


Source : Eurostat.

Les annonces de la BCE témoignent d'une stratégie proche de celle mise en œuvre par la Réserve fédérale qui consistait d'abord à diminuer les flux d'achats mensuels, puis à stabiliser la taille du bilan, à augmenter les taux et en dernier lieu à réduire la taille du bilan en mettant fin à la politique de réinvestissement de titres arrivant à échéance. En ce qui concerne l'augmentation des taux directeurs, Mario Draghi a annoncé que les taux n'augmenteraient pas avant l'été 2019. Comparativement, la Réserve fédérale avait réduit ses achats de titres à partir de janvier 2014 sur un rythme de 10 milliards de dollars par mois de janvier à octobre. La première hausse du taux directeur a été décidée en décembre 2015 tout en maintenant stable la taille du bilan. La dernière étape de la normalisation – visant à réduire la taille du bilan – a été annoncée en juin 2017 et appliquée à partir d'octobre. Compte tenu de ces annonces sur la trajectoire de réduction de la somme des actifs et en supposant une croissance du PIB nominal de

3,7 %, le bilan de la Réserve fédérale reviendrait à son niveau d'avant la crise – soit 6,1 % du PIB – en début d'année 2023 (graphique 3).

Graphique 2. Bilan (actifs) de l'Eurosystème



Source : Eurostat.

Jusqu'à présent, la BCE n'a pas communiqué de date à partir de laquelle la taille du bilan serait réduite, ni le rythme de réduction. Il est cependant possible de simuler un scénario calé sur celui de la Réserve fédérale. Nous supposons que la BCE réduira la taille de son bilan de 10 milliards d'euros pendant 3 mois, puis de 20 milliards d'euros au cours des 3 prochains mois jusqu'à atteindre un plafond de 50 milliards d'euros. Compte tenu des annonces de politique de réinvestissement de la BCE, nous supposons que la BCE ne commencera pas ses opérations de réduction de la taille de son bilan juste après la fin des achats d'actifs mais plus tard, par exemple en janvier 2020<sup>9</sup>. Ce scénario implique que la normalisation du processus se termine au cours du premier semestre 2025 (graphique 3), soit deux ans après la Réserve fédérale. Ces hypothèses sont arbitraires et n'illustrent qu'un scénario parmi d'autres de réduction de la taille du bilan de la BCE. L'ajustement peut commencer plus tard, s'étendre sur une période plus longue ou plus courte. La ques-

9. Il s'agit d'un scénario *ad-hoc* qui fait notamment l'hypothèse que le délai entre la remontée des taux et la réduction de la taille du bilan serait plus rapide dans le cas de la BCE que dans celui de la Réserve fédérale.

tion principale concernera les besoins de liquidité du système bancaire et l'adéquation de la politique de la BCE avec ces besoins.

En effet, l'augmentation de la taille du bilan de l'Eurosystème s'est réalisée en deux étapes, d'abord par le biais des opérations de liquidité menées par la BCE pour faire face à la crise de liquidités du système bancaire entre octobre 2008 à fin 2012. La hausse s'expliquait alors par la demande de monnaie banque centrale<sup>10</sup> et résultait des besoins des banques que la BCE satisfaisait intégralement dans le cadre d'une politique de FRFA (*Fixed rate-Full allotment*)<sup>11</sup>. La deuxième phase d'accroissement de la taille du bilan a débuté avec la mise en place d'un programme d'achat d'actifs à grande échelle (APP) en mars 2015, et donc à l'initiative de la BCE qui a fixé le volume de ces achats mensuels<sup>12</sup>. L'augmentation résultait donc de la volonté de la BCE d'accroître l'offre de monnaie.

La BCE a annoncé qu'elle maintiendrait la procédure FRFA jusqu'à la fin de 2019. Par conséquent, toute augmentation de la demande de liquidité continuera à être automatiquement servie par la BCE. La taille du bilan restera donc en partie déterminée par la demande. Elle pourrait augmenter ou diminuer – *via* le poste « Prêts aux établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire libellées en euros » même après que la BCE aura cessé d'acheter des actifs en janvier 2019<sup>13</sup>. L'encours de « Prêts aux établissements de crédit de la zone euro liés aux opérations de politique monétaire libellées en euros » a diminué depuis le sommet à 1 250 milliards d'euros atteint en juin 2012, et représente toujours un peu plus de 740 milliards d'euros (graphique 2), soit 16 % du total des actifs de l'Eurosystème.

En indiquant que le taux directeur n'augmenterait pas avant l'été 2019, Mario Draghi laisse implicitement entendre qu'une hausse des taux interviendrait à partir du troisième trimestre 2019, surtout si le scénario de reprise se confirme. Il n'a pas encore communiqué sur la fin de la politique de taux d'intérêt négatif. Tant que le principal taux directeur – le taux appliqué sur les opérations principales de refinancement (MRO) – reste à zéro, le taux appliqué sur les facilités de dépôt

---

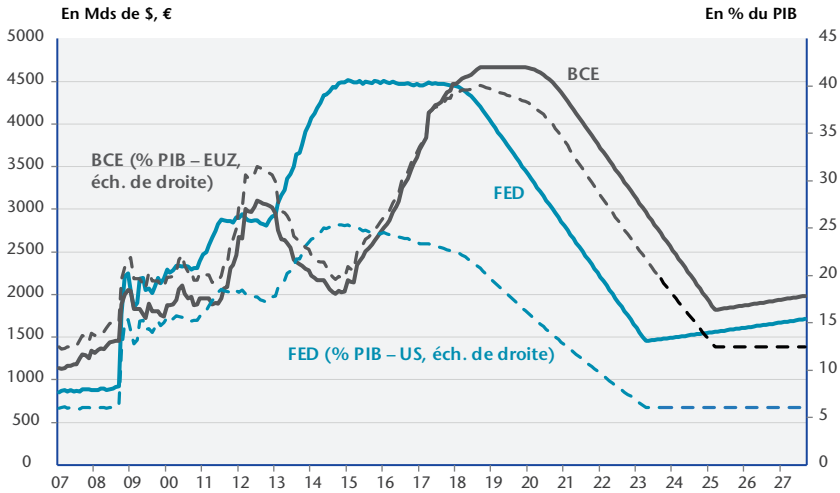
10. La monnaie émise par la banque centrale correspond aux postes billets et réserves du bilan.

11. L'ensemble des demandes a donc été satisfait à taux fixe.

12. L'essentiel des achats concerne les titres du secteur public (PSPP) mais la BCE achète également des titres adossés à des actifs (ABSPP), des obligations sécurisées (CBPP) et les titres du secteur des entreprises (CSPP).

13. Les achats d'actifs figurent au poste « 7.1 Titres émis par des résidents de la zone euro et détenus à des fins de politique monétaire ».

**Graphique 3. Scénarios de réduction de la taille du bilan de la Réserve fédérale et de la BCE**



Sources : Réserve fédérale, BCE, calcul des auteurs.

restera négatif. Mais la BCE pourrait choisir de réduire l'écart entre le taux de MRO et le taux sur les facilités de dépôt afin de mettre fin plus rapidement à la politique de taux d'intérêt négatifs. À l'inverse, le taux des facilités de dépôt peut rester à -0,4 % même après que le taux de MRO aura augmenté, ceci afin de revenir à l'écart d'avant-crise entre le taux MRO et le taux des facilités de dépôt, soit 1 point.

Enfin, le processus d'ajustement du bilan n'est pas la seule question critique en jeu. Il existe une information spécifique que ni la BCE ni la Fed n'ont encore communiquée, à savoir leur cible respective de taille du bilan. Les scénarios représentés dans le graphique 3 supposent que les bilans convergeront vers le niveau observé avant la crise en pourcentage du PIB soit autour de 6 et 12,5 % pour la Réserve fédérale et la BCE respectivement. Il s'agit-là d'une hypothèse de retour à la normale mais les banques centrales pourraient souhaiter converger vers un nouveau scénario central. Par exemple, la BCE pourrait décider de stabiliser le bilan à 18 % du PIB de la zone euro, c'est-à-dire au niveau de février 2015 avant le début du PSPP (*Public Securities Purchase Programme*). Une telle décision dépend *in fine* du point de vue des autorités monétaires sur l'utilisation potentielle et l'efficacité du bilan de la banque centrale en tant que nouvel instrument de politique monétaire et de stabilité financière.



## 2. Quel rôle pour la politique de bilan ?

La période de crise s'est traduite par une diversité des mesures prises par les banques centrales ouvrant la possibilité de voir naître de nouveaux instruments pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Si l'objectif initial fut de dépasser la contrainte portant sur le taux directeur, qui est un taux de court terme, l'efficacité des nouvelles mesures pourrait permettre aux banques centrales de mieux maîtriser la transmission de ses décisions. En outre, les préoccupations croissantes à l'égard de la stabilité financière suggèrent un rôle accru pour la liquidité émise par les banques centrales.

### 2.1. Un nouvel instrument de politique monétaire

Avant la crise financière, les banques centrales fixaient le taux directeur pour signaler l'orientation de la politique monétaire et déterminaient ensuite le montant de liquidité fournie au système bancaire compte tenu de cette orientation. L'offre de réserves des banques centrales était ajustée pour répondre aux besoins de liquidité – déterminés par les réserves obligatoires et les facteurs autonomes – du système bancaire et pour réduire la volatilité du taux d'intérêt du marché au jour le jour (l'EONIA dans la zone euro)<sup>14</sup>. La création de réserves bancaires excédentaires modifie l'instrument par lequel la banque centrale signale l'orientation de sa politique monétaire.

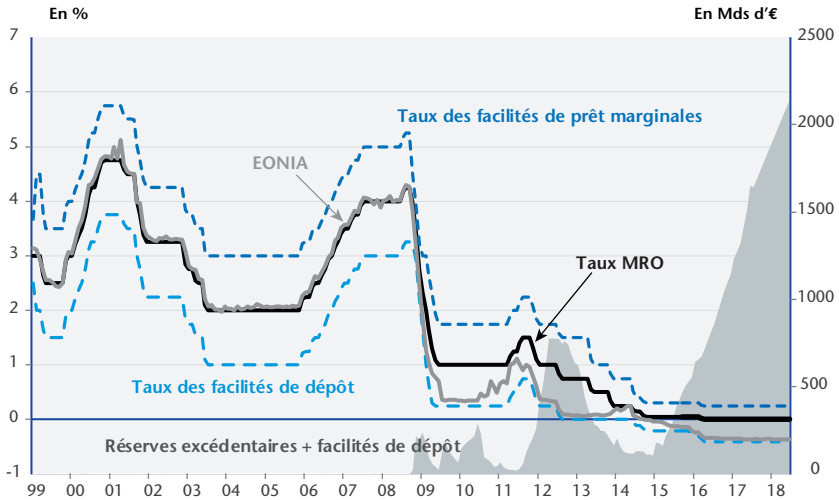
L'abondance des réserves consécutive aux achats d'actifs de la BCE sature la demande de réserves des banques commerciales, ce qui exerce des pressions à la baisse sur le taux du marché au jour le jour qui converge vers le taux des facilités de dépôts au lieu de fluctuer autour du taux des opérations principales de refinancement. En conséquence, les banques centrales influencent désormais les taux à court terme principalement en faisant varier le taux d'intérêt payé sur les réserves excédentaires. Cette configuration découle de l'hypothèse selon laquelle les banques ne souhaitent pas emprunter ou prêter sur les marchés interbancaires à un taux d'intérêt différent de celui qu'elles fixent pour les réserves détenues au bilan de la banque centrale. Ainsi, lorsque les réserves excédentaires sont positives, l'instrument de politique monétaire, fixé par la banque centrale, signalant l'orientation de

---

14. L'EONIA représente la moyenne de l'indice au jour le jour de la zone euro. Il s'agit d'une mesure quotidienne du taux d'intérêt effectif sur le marché interbancaire calculée comme moyenne pondérée des taux d'intérêt sur les opérations de prêt à un jour non garanties libellées en euro, telles que déclarées par un panel de banques contributrices.

la politique monétaire n'est pas le taux principal de refinancement (MRO) mais le taux des facilités de dépôt comme l'illustrent les fluctuations de l'EONIA depuis octobre 2008 (graphique 4)<sup>15</sup>. Lorsque les réserves excédentaires baissent et tendent vers zéro, le taux EONIA augmente et se rapproche du taux de MRO, son taux de référence avant la mise en place de politiques non-standard.

Graphique 4. Taux d'intérêts de la BCE et liquidités excédentaires



Sources : BCE, Thompson Reuters Datastream.

La question de la taille du bilan de la banque centrale renvoie donc à la méthode privilégiée par les banquiers centraux pour signaler leur taux directeur. Ainsi, des politiques de bilan peuvent être mises en œuvre en temps normal, c'est-à-dire lorsque le taux principal de refinancement est en territoire positif (au-dessus de la ZLB). L'orientation de la politique monétaire n'est alors plus signalée par le taux d'intérêt directeur habituel (le taux MRO), sans affecter pour autant la nature des canaux de transmission de la politique monétaire. Lorsque le bilan ne comporte pas de réserves excédentaires et que le taux EONIA fluctue autour du taux MRO, l'offre de réserves est fixée pour répondre à la demande des banques commerciales et éviter une trop forte volatilité autour du taux MRO. Lorsque le bilan comporte des réserves

15. Dans ce cas, les réserves excédentaires comprennent également l'encours des facilités de dépôt. L'un et l'autre sont des substituts parfaits puisque les taux d'intérêt qui leur sont appliqués sont les mêmes.

excédentaires – sa taille est plus importante –, le taux EONIA se rapproche du taux d'intérêt sur les facilités de dépôt, quel qu'en soit le niveau plancher : -0,4 %, 0 % ou +3 %. L'offre de réserves dépassant la demande, le taux du marché au jour le jour tend vers le taux plancher. Par conséquent, le choix le ciblage d'un bilan de taille importante en temps normal pour une banque centrale est désormais un choix qui s'offre à elle. Ce choix nécessite qu'une analyse coûts-avantages de réserves excédentaires importantes et permanentes soit préalablement réalisée, et de même pour l'utilisation du taux de la facilité de dépôt comme taux directeur.

## 2.2. La politique de bilan et la stabilité financière

Greenwood, Hanson et Stein (2016) ont présenté un premier argument en faveur du maintien d'un bilan élargi permanent. Ils suggèrent qu'un tel bilan pourrait servir d'outil pour améliorer la stabilité financière. Dans une situation où il existe une forte demande privée de titres à court terme sûrs et liquides, les banques centrales pourraient en être le fournisseur ultime. Il se trouve que les changements de réglementation bancaire ont pour corollaire d'accroître la demande d'actifs sûrs et liquides. Le fait que les investisseurs acceptent des rendements beaucoup plus faibles pour les titres gouvernementaux à très court terme (à l'échéance d'une semaine par exemple) que pour les titres gouvernementaux à plus long terme (même un an par exemple) est un bon indicateur qu'une telle demande existe. En principe, le marché d'actifs financiers privés est en mesure de fournir de tels actifs à court terme. Cependant, en période de crise où la qualité des actifs sous-jacents est incertaine, cette forme de financement disparaît et pousse les banques à vendre leurs actifs de qualité. Ces ventes, parfois massives et en urgence, peuvent déstabiliser le marché et amplifier la crise. Greenwood *et al.* (2016) suggèrent que les banques centrales fournissent ces actifs de qualité à court terme, comme elles le font déjà par le biais des réserves bancaires. Cette offre potentiellement illimitée d'un actif fondamentalement sûr réduirait la prime de liquidité sur le financement à très court terme. Cette stratégie implique que les banques centrales maintiennent un bilan élargi. Un argument complémentaire d'une telle stratégie renvoie au principe de Tinbergen selon lequel il faut disposer d'autant d'instruments que d'objectifs : les banques centrales peuvent utiliser leur bilan comme un instrument de renforcement de la stabilité financière et continuer simultanément à utiliser le taux – ici le taux des facilités de dépôts – pour stabiliser l'économie.

Par ailleurs, l'un des canaux de transmission de la politique monétaire est le canal de portefeuille. Dans le cas d'une politique de bilan, après que la banque centrale a acheté certains actifs, le processus d'arbitrage génère une augmentation du prix de ces actifs (mais aussi de leurs proches quoiqu'imparfaits substitués), une baisse des rendements et par conséquent une baisse des coûts d'emprunt. Le canal de portefeuille peut donc créer, voire corriger, une distorsion des prix des actifs puisque les opérations de la banque centrale augmentent la demande d'une classe d'actifs. Lorsque les achats d'actifs sont des bons du Trésor à long terme, cela entraîne une réduction des primes de risque, ce qui ajoute à l'effet de signalisation de la politique et peut déclencher une nouvelle baisse des taux d'intérêt de long terme. Le signal est également transmis aux substitués financiers étroitement liés par le biais de changements dans les primes de risque. Dans le même temps, la hausse des prix des actifs augmente la richesse des agents économiques et donc leur capacité à générer plus de dépenses.

La littérature sur l'offre d'actifs sûrs pour améliorer la stabilité financière a été étudiée par Golec et Perotti (2017). Les actifs sûrs à court terme comportent une « prime monétaire » qui réduit leur rendement puisqu'ils peuvent être utilisés quasiment comme de la monnaie. Les titres de créance gouvernementaux ou les dettes de la banque centrale ont cette caractéristique. Gorton et Metrick (2012) montrent que les titres à court terme émis par des particuliers peuvent aussi faire partie de cette catégorie mais ils ont des conséquences éventuellement néfastes sur la stabilité financière. En effet, les incitations des intermédiaires financiers privés à s'engager dans des transformations de maturité et de liquidité et à financer leur investissement en émettant des titres de créance à court terme garantis sont fortes. Il faut rappeler que ce phénomène a considérablement accru la fragilité des intermédiaires financiers en les exposant à un risque de financement plus important (voir Brunnermeier et Pedersen, 2009). Parce que les titres publics à court terme peuvent se substituer à la dette privée à court terme (voir Carlson *et al.*, 2016 et Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen, 2012), la politique monétaire d'achats d'actifs qui augmente l'offre publique de titres à court terme, à savoir les réserves des banques centrales, pourrait ainsi abaisser la « prime monétaire » en deçà de celle qui prévaut pour les obligations émises par des sociétés privées. Cette politique diminuerait alors l'incitation des intermédiaires financiers privés à émettre de la dette à court terme et renforcerait la

stabilité financière. Enfin, les émissions de titres à court terme par la banque centrale évinceraient les émissions privées et contribueraient à limiter le risque de financement. Woodford (2016) montre que ce mécanisme peut limiter les incitations des banques à s'engager dans la transformation de la liquidité.

Cúrdia et Woodford (2011) analysent la pertinence des politiques de bilan avec la politique plus traditionnelle des taux d'intérêt. Ils constatent que l'assouplissement quantitatif en général risque d'être inefficace pour la stabilisation macroéconomique (ils ne considèrent pas la stabilité financière), mais les achats d'actifs ciblés seraient efficaces lorsque les marchés financiers sont perturbés ou que les taux d'intérêt sont à la ZLB. Ils en tirent la conclusion que les avoirs en actifs de la banque centrale ne devraient pas être pertinents pour la stabilisation macroéconomique dans le cas de marchés financiers fonctionnant correctement. Cependant, une telle hypothèse peut ne pas tenir même en temps normal. Si les marchés financiers sont caractérisés par des imperfections financières et des inefficiences, l'utilisation de politiques de bilan est alors pertinente. La banque centrale peut profiter de la taille et de la composition du bilan pour créer (ou corriger) des distorsions sur les marchés financiers en influençant les primes de risque et de terme.

La récente crise de la dette de la zone euro à la suite à la crise financière a relancé le débat sur la boucle entre dette souveraine et risque bancaire (Brunnermeier *et al.*, 2016) car la détérioration de la solvabilité des États diminue la valeur des actifs détenus par les intermédiaires financiers. Cela augmente la probabilité de renflouement des banques et détériore davantage la situation budgétaire initiale. Cela peut conduire à une situation de panique où les rendements souverains augmentent fortement en raison de la baisse de liquidité sur les marchés financiers, comme on a pu le constater dans certains pays : Espagne, Italie, Portugal, Irlande et Grèce. Dans de telles circonstances, la mise en œuvre de politiques de bilan peut rompre le cercle vicieux, soit en déplaçant le risque du bilan des banques commerciales vers celui de la banque centrale, soit en limitant la variation des prix des obligations souveraines. Reis (2017) analyse l'utilité des politiques de bilan des banques centrales dans une crise budgétaire, modélisée comme une situation où les perspectives budgétaires sont incompatibles avec une inflation stable et sans défaillance souveraine. La crise se propage par deux canaux : la demande globale d'un côté et la contraction du crédit et la perturbation financière de l'autre. Reis (2017)

suggère que la taille et la composition du bilan de la banque centrale peuvent interférer avec ces canaux puisque les politiques de bilan des banques centrales reposent sur des réserves rémunérées qui constituent un passif public spécial, non substituable à la monnaie ou à la dette publique.

Un autre argument en faveur du maintien d'un large bilan de la banque centrale concerne son rôle de prêteur en dernier ressort en période de crise financière. En cas de panique, les banques commerciales peuvent hésiter à satisfaire leurs besoins de liquidités au guichet de l'escompte de la banque centrale. Elles peuvent en effet craindre de signaler d'éventuelles difficultés alimentant la défiance – un effet de stigmatisation – à leur égard. Un bilan plus large de la banque centrale, qui satisferait plus aisément les besoins de liquidités des banques commerciales, même de façon imprévue, pourrait donc faciliter les rôles de prêteur en dernier ressort de la banque centrale.

### **2.3. Effets réels d'une politique de bilan**

Outre son effet sur la stabilité financière, la politique de bilan fonctionne notamment au travers de trois canaux de transmission. Les effets de la politique de bilan passent ainsi par le canal du crédit : si les modalités de la politique de bilan permettent à la banque centrale d'acheter (directement ou indirectement) des actifs auprès d'institutions non bancaires, cela renforce le crédit. En effet, une augmentation des réserves des banques auprès de la banque centrale s'accompagnera d'une hausse correspondante des dépôts. Dans le même temps, comme les actifs non bancaires deviennent plus liquides, des prêts supplémentaires peuvent être accordés.

L'autre canal de transmission est le canal du défaut de paiement. Si la politique de bilan réduit effectivement les rendements obligataires à long terme et améliore les perspectives macroéconomiques, les primes de risque diminuent. Cela réduit le risque de défaut souverain et laisse une marge de manœuvre pour une politique budgétaire plus accommodante, les investisseurs constatant qu'il existe un acheteur en dernier recours.

Un dernier canal important est le canal du taux de change. La création de monnaie produit une dépréciation du taux de change, favorisant a priori les exportations nettes. Cette logique découle du canal de portefeuille vu plus haut car le rééquilibrage du portefeuille de titres, après les acquisitions de la banque centrale, implique l'achat

d'actifs étrangers par les banques commerciales. Le vendeur est en effet à la recherche de rendements plus élevés et peut donc trouver rentable de détenir plus d'actifs étrangers, déclenchant ainsi une dépréciation de la monnaie nationale.

Enfin, parce que les effets réels des mesures de politique monétaire dépendent essentiellement de leur transmission aux conditions financières, le fait de pouvoir influencer directement la partie longue de la courbe des taux – *via* la prime de terme – ainsi que le taux d'intérêt des institutions non bancaires ou des sociétés non financières contribue à supprimer une étape intermédiaire de la transmission des politiques. En effet, les banques peuvent ne pas être disposées à répercuter intégralement les modifications du taux directeur sur les déposants et les emprunteurs. Symétriquement, lorsque la banque centrale souhaite durcir sa politique monétaire, l'existence d'un excès d'épargne pourrait freiner la transmission au taux long comme ce fut partiellement le cas dans les années 2000 lorsque la Réserve fédérale a amorcé la remontée des taux courts. Le lien entre le taux directeur et les taux d'intérêt sur les marchés des valeurs mobilières peut également être faible en raison de la fragmentation du marché et de l'insuffisance des liquidités. Le programme d'achat d'actifs ayant un effet direct sur le marché des valeurs mobilières, la capacité des banques centrales à atteindre leur objectif repose moins sur la transmission de ces décisions le long de la courbe des taux.

Ainsi, Duffie et Krishnamurthy (2016) suggèrent qu'un large bilan permet d'améliorer la transmission de la politique monétaire. Quint et Rabanal (2017) évaluent l'opportunité de ce type de politique en fonction d'un arbitrage entre leur efficacité et les distorsions induites qui réduisent le bien-être. Ils concluent que la politique d'achat – vente – de titres détenus au bilan des banques centrales est d'autant plus efficace que les chocs financiers sont importants. Adler, Castro et Tovar (2016) examinent la composition du capital de la banque centrale et son influence sur la conduite de la politique monétaire. Ils suggèrent que les distorsions induites par l'achat d'actifs fourniraient aux banques centrales un outil supplémentaire qui aurait non seulement une incidence sur la stabilisation macroéconomique mais aussi sur la stabilité financière. Il convient de noter que ces distorsions découlent de la modification dans la composition des actifs détenus par les banques centrales. Elles ne découlent pas nécessairement de l'évolution de la taille du bilan. Les politiques de bilan peuvent donc compléter utilement la politique de taux d'intérêt standard pour renforcer l'effet de

cette politique lorsque le canal de transmission est altéré ou pour atténuer son effet sur des marchés financiers spécifiques et y renforcer la stabilité financière.

Il reste à rappeler quelques conditions importantes qui peuvent, si elles ne sont pas respectées, nuire à l'efficacité attendue d'une politique de bilan. Ces conditions concernent la liquidité et la taille des marchés financiers. Ces deux caractéristiques sont en effet des conditions préalables à des achats importants et durables d'actifs financiers. Or c'est un argument clé en ce qui concerne les rachats d'obligations publiques européennes par la BCE (Blot et Creel, 2017) qui a pu faire craindre un assèchement des marchés de titres souverains. L'argument d'un manque de profondeur et de liquidité pourrait très bien s'appliquer aux obligations privées et aux actions émises dans la zone euro si la politique non standard de la BCE se poursuivait. Bien qu'il s'agisse d'un bon argument contre une *nouvelle hausse* du bilan de la BCE, au-delà donc du programme APP, ce n'est pas un argument contre le *maintien* à un montant important et stable du bilan de la BCE. En l'état actuel de la politique mise en œuvre, l'assèchement des marchés européens n'a pas eu lieu. En outre, l'argument proposé ne s'oppose pas à l'utilisation permanente des politiques de bilan sous l'angle de sa composition : cibler les actifs financiers par une politique de bilan permet de corriger les distorsions sur ces segments et de réduire la fragmentation financière entre les segments ou entre les pays de la zone euro.

### 3. Conclusion

Il existe de nombreux arguments pour compléter la boîte à outils des banques centrales par les politiques de bilan : elles renforceraient la stabilité financière et complèteraient la politique standard – pré-crise – dans son rôle d'amélioration de la stabilité macroéconomique. Il faut bien reconnaître cependant que les économistes n'ont pas encore complètement analysé l'effet potentiel des politiques de bilan sur la stabilité macroéconomique et financière. Il reste une grande incertitude empirique sur leur efficacité précise. Ceci ne devrait pourtant pas empêcher les banques centrales de recourir à des politiques de bilan, car seule l'expérience pourra fournir une évaluation complète et précise de leurs effets.



Le recours aux politiques monétaires dites non conventionnelles a permis aux banques centrales d'amortir les effets de la crise financière. Elles représentent un outil permettant de dépasser la limite de taux zéro. L'utilisation permanente des politiques de bilan soulève deux défis principaux. Le premier a trait au compromis entre efficacité et distorsions. La politique standard de pilotage des taux d'intérêt de court terme vise la neutralité, les taux longs étant déterminés selon l'offre et la demande sur le marché. Par construction, les politiques de bilan visent à influencer les prix et rendements de titres ou de segments spécifiques des marchés – via la prime de terme. Les banques centrales doivent donc atteindre un compromis entre le coût des distorsions, interférant alors avec l'allocation optimale des ressources et les décisions d'épargne et d'investissement que leurs politiques de bilan peuvent induire (Pfister et Valla, 2015), et la réalisation de leurs objectifs de politique économique (e.g., la réduction de la fragmentation financière).

Cependant, dans le cas où les marchés financiers ne seraient pas efficaces et seraient caractérisés par des imperfections, les politiques de bilan ne créeraient pas forcément davantage de distorsions mais aideraient à les atténuer. Le deuxième défi concerne donc la communication. Dans certaines circonstances, il pourrait être nécessaire de mettre en œuvre une augmentation du taux directeur à court terme – une décision perçue comme restrictive – tout en augmentant la taille du bilan – une décision perçue comme expansionniste. Si les banques centrales utilisent deux instruments, elles devront indiquer clairement comment elles les utilisent et dans quel but, afin d'éviter d'envoyer un signal confus sur l'orientation de la politique monétaire.

Le mandat des banques centrales ne doit pas être considéré comme un frein à l'introduction des politiques de bilan dans la liste des instruments de politique monétaire. De fait, la mise en œuvre de politiques de bilan n'est pas incompatible avec l'objectif de stabilité des prix. Les arguments développés dans cet article suggèrent en effet que ces politiques peuvent améliorer la transmission de la politique monétaire et donc la capacité des banques centrales à atteindre leur objectif final. Par ailleurs, la gestion des liquidités *via* le recours aux réserves excédentaires s'inscrit également dans les missions des banques centrales.

Le mandat de la BCE, défini dans le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne à l'article 127, paragraphe 1, souligne clairement la primauté de l'objectif de stabilité des prix par rapport à l'objectif de

croissance<sup>16</sup>. Cette hiérarchie explicite dans les objectifs de la politique monétaire de la BCE contraste avec le double mandat de la Réserve fédérale des États-Unis. Cependant, même sans double mandat explicite, Friedman (2008) considère que les banques centrales jouent un rôle tout aussi important pour assurer la stabilité des prix que pour assurer la croissance de la production. Même dans le cas de la BCE, le double mandat serait implicite. En pratique d'ailleurs, la BCE s'est toujours préoccupée à la fois de l'inflation et de la croissance. C'est en tout cas ce qui ressort des estimations du comportement de la BCE par des règles de Taylor. Castro (2011) a estimé de telles règles sur la période janvier 1999-décembre 2007 et constaté que la BCE avait réagi de manière significative à l'écart du taux d'inflation à une cible ainsi qu'à l'écart de production. Par ailleurs, dans le cadre de l'Union bancaire, la BCE est désormais également chargée de la supervision du système bancaire. Cette tâche supplémentaire rend donc la BCE responsable de la stabilité financière, au moyen de deux instruments : dans le cadre du mécanisme de supervision unique, la BCE dispose de pouvoirs de supervision micro-prudentielle sur les banques les plus « importantes » de la zone euro ; dans le cadre du mécanisme de résolution unique, la BCE peut organiser la défaillance d'une banque. On pourrait donc aisément affirmer que la BCE a *de facto* un triple mandat (Blot *et al.*, 2014) : inflation, croissance et stabilité financière.

Dans le cadre institutionnel actuel, il semble qu'il y ait une séparation entre la politique monétaire et la supervision financière, le premier outil visant la stabilité macroéconomique et le second ciblant la stabilité financière. Cependant, la stabilité financière et la stabilité macroéconomique sont étroitement liées, ce qui rend la distinction entre ces deux instruments artificielle<sup>17</sup>. En tant qu'institution indépendante, la BCE est libre de choisir les instruments les mieux adaptés pour atteindre ses objectifs. Par conséquent, elle pourrait bel et bien envisager d'utiliser les politiques de bilan de manière permanente si celles-ci s'avèrent efficaces pour poursuivre ses objectifs de stabilité, même en temps normal.

---

16. Le traité dispose en effet que « sans préjudice de l'objectif premier de stabilité des prix, le SEBC [Système européen de banques centrales] soutiendra les politiques générales de l'Union », y compris le « plein emploi » et une « croissance économique équilibrée ».

17. Voir Smets (2014) et Blot *et al.* (2015) pour une analyse de ce lien.

## Références

- Adler G., P. Castro et C. Tovar, 2016, « Does Central Bank Capital Matter for Monetary Policy? », *Open Economies Review*, vol. 27, n° 1, pp. 183-205.
- Bernanke B., 2009, *The Crisis and the Policy Response: Speech at the Stamp Lecture*, London, London School of Economics.
- Bernanke B., 2016, « Should the Fed Keep its Balance Sheet Large? », *Brookings Blog*, 2 septembre.
- Blot C. et Creel J., 2017, « Policy Decentralization at the ECB », European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, In-depth analysis, Directorate General For Internal Policies Policy Department A, *Economic And Scientific Policy*, septembre.
- Blot C., Creel J., Hubert P. et F. Labondance, 2014, « Dealing with the ECB's Triple Mandate? », *Revue de l'OFCE*, n° 134, pp. 163-173.
- Blot C., J. Creel, P. Hubert, F. Labondance et F. Saraceno, 2015, « Assessing the Link Between Price and Financial Stability », *Journal of Financial Stability*, n° 16, pp. 71-88.
- Brunnermeier M. et L. Pedersen, 2009, « Market Liquidity and Funding Liquidity », *Review of Financial Studies*, 22, pp. 2201-2238.
- Carlson M., B. Duygan-Bump, F. Natalucci, B. Nelson, M. Ochoa, J. Stein et S. Van den Heuvela, 2016, « The Demand for Short-Term, Safe Assets and Financial Stability: Some Evidence and Implications for Central Bank Policies », *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n° 4, pp. 307-333.
- Castro V., 2011, « Can Central Banks' Monetary Policy be Described by a Linear Augmented Taylor Rule or by a Non-linear Rule? », *Journal of Financial Stability*, vol. 7, n° 4, pp. 228-246.
- Cúrdia V. et M. Woodford, 2011, « The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 58, n° 1, pp. 54-79.
- Duffie D. et A. Krishnamurthy, 2016, « Passthrough Efficiency in the Fed's New Monetary Policy Setting », dans Richard A. Babson (ed.), *Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future*, A Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 25-27 août, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Friedman B. M., 2008, « Why a Dual Mandate is Right for Monetary Policy », *International Finance*, vol. 11, n° 2, pp. 153-165.
- Friedman B. M., 2015, « Has the Financial Crisis Permanently Changed the Practice of Monetary Policy? Has it Changed the Theory of Monetary Policy? », *The Manchester School*, vol. 83, S1, pp. 5-19.
- Golec P. et E. Perotti, 2017, « Safe Assets: A Review », *ECB Working Paper*, n° 2035.

- Gorton G. et A. Metrick, 2012, « Securitized Banking and the Run on Repo », *Journal of Financial Economics*, n° 104, pp. 425-451.
- Greenwood R., S. G. Hanson et J. Stein, 2016, *The Federal Reserve's Balance Sheet as a Financial-Stability Tool*, Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Krishnamurthy A. et A. Vissing-Jorgensen, 2012, « The Aggregate Demand for Treasury Debt », *Journal of Political Economy*, n° 120, pp. 233-267.
- Pfister C. et N. Valla, 2015, « Les politiques monétaires non-conventionnelles », in *L'économie mondiale 2016*, La Découverte, pp. 40-56.
- Quint M. D. et Rabanal M. P., 2017, « Should Unconventional Monetary Policies Become Conventional? », *Bundesbank Discussion Paper*, n° 28.
- Reis R., 2017, « QE in the Future: The Central Bank's Balance Sheet in a Fiscal Crisis », *IMF Economic Review*, vol. 65, n° 1, pp. 71-112.
- Smets F., 2014, « Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked? », *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n° 2, pp. 263-300.
- Woodford M., 2016, « Quantitative Easing and Financial Stability », *NBER Working Paper*, n° 22285.