

## Politiques monétaires : attention à la trappe\*

OFCE, Centre de recherche  
en économie de Sciences Po  
Département analyse  
et prévision

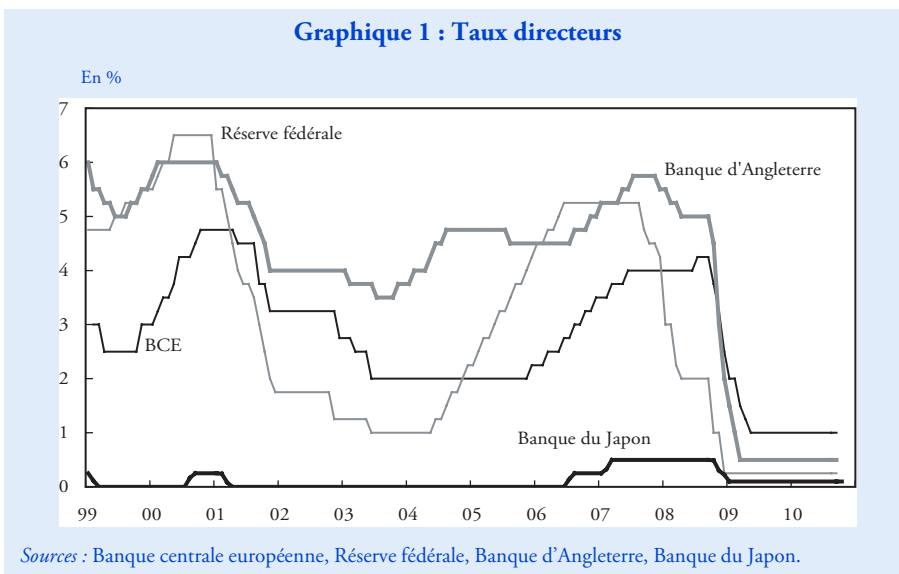
*En dépit de l'amélioration généralisée de la conjoncture, les banques centrales des grands pays industrialisés n'ont pas mis un terme aux mesures non conventionnelles adoptées en réponse à la crise financière. Les écarts de production étant très négatifs et le chômage restant élevé, le risque de déflation n'est toujours pas écarté, aux États-Unis en particulier. En Europe, aux États-Unis et au Japon, les banques centrales n'ont pratiquement plus de marges de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt et s'appuient sur le maintien des mesures non conventionnelles pour stimuler l'économie. L'aversion pour le risque demeure, les agents privilégiant toujours la liquidité et les actifs sans risque. Il semble bien que l'économie mondiale soit au bord d'une trappe à liquidité.*

*En conséquence, les grandes banques centrales maintiendraient les taux directeurs à leur niveau plancher en 2010 et 2011. Certaines mesures non conventionnelles arriveront prochainement à échéance mais de nouveaux programmes d'achats de titres publics pourraient être lancés si la croissance n'est pas suffisamment solide. C'est ce qui se dessine depuis la fin de l'été aux États-Unis. Au final, la déflation serait évitée mais la croissance resterait faible, nécessitant toujours le soutien de politiques monétaires accommodantes.*

\* Ont contribué à cette étude spéciale : Christophe Blot, Sabine Le Bayon, Catherine Mathieu, Christine Riffart et Danielle Schweisguth

Malgré la confirmation de la reprise, les banques centrales maintiennent leur vigilance. Les écarts de production tout comme le niveau d'activité par tête sont en effet encore loin d'avoir retrouvé les niveaux qu'ils avaient avant la crise. Le chômage reste élevé et le risque de déflation n'est toujours pas écarté. Sous l'effet de la hausse du prix du pétrole, les indices de prix sont repartis à la hausse mais l'inflation sous-jacente continue à baisser. L'économie mondiale pourrait donc encore être dans une situation de trappe à liquidité. Les banques centrales n'ont plus de marges de manœuvre pour baisser les taux d'intérêt (graphique 1) et s'appuient sur le maintien des mesures non conventionnelles pour stimuler l'économie. Pourtant, bien que nécessaires, ces mesures ont eu pour l'instant un effet limité. Les conditions monétaires et financières montrent que l'appétit pour le risque n'est pas revenu et que les agents privilégient encore la liquidité et les actifs sans risque. Les banques centrales devraient donc maintenir le *statu quo* sur les taux d'intérêt en 2010 et 2011. Par contre, certaines mesures non conventionnelles arriveront à terme mais il semble de plus en plus probable que les banques centrales lancent de nouveaux programmes d'achats de titres si la croissance n'est pas suffisamment solide : à la mi-octobre c'est ce qui se dessine aux États-Unis.

Graphique 1 : Taux directeurs



La trappe à liquidité renvoie à une situation où le taux d'intérêt atteint un niveau plancher et où la politique monétaire ne parvient plus à stimuler l'économie par le recours aux instruments conventionnels. L'image de la trappe correspond à l'idée que toute monnaie supplémentaire émise par la banque centrale est immédiatement absorbée – comme si elle tombait dans une trappe – par une demande de monnaie qui devient infiniment élastique au taux d'intérêt. Monnaie et titres deviennent alors parfaitement substituables.

La notion de demande de monnaie est cependant poreuse et les banques centrales ne contrôlent pas directement l'offre de monnaie. Néanmoins, la trappe à liquidité conserve toute sa pertinence dans sa capacité à décrire une situation où la politique monétaire devient partiellement ou totalement inopérante. En effet, en supposant que le comportement de la banque centrale soit caractérisé par une fonction de réaction qui relie le taux d'intérêt à l'écart de croissance et à l'écart de l'inflation à sa cible, tout choc négatif sur la croissance nécessite une baisse du taux d'intérêt. Dans un environnement faiblement inflationniste et où les taux d'intérêt sont bas, les marges à la baisse sont réduites en cas de choc de forte amplitude. En l'absence de toute autre réaction de politique économique, la demande n'est pas suffisamment stimulée et l'économie s'enfonce progressivement dans la récession puis dans la déflation. Les banques centrales peuvent alors recourir aux mesures dites non conventionnelles. Par des programmes d'achats de créances publiques ou privées, elles tentent d'avoir une prise directe sur la structure par terme des taux d'intérêt. Elles fournissent en quantité abondante des liquidités au système bancaire afin d'encourager le crédit. Elles peuvent également chercher à influencer les anticipations d'inflation et de taux futurs. En effet, une hausse de l'inflation anticipée permet de réduire le taux d'intérêt réel *ex-ante*, de même que les banques centrales espèrent que l'engagement sur une politique de taux faibles à un horizon long redonnera confiance aux agents privés et les incitera ainsi à consommer et investir.

Ainsi, au-delà du taux d'intérêt déterminé par la banque centrale, la trappe à liquidité pointe l'incapacité du système financier à se porter sur des projets risqués. La préférence pour la liquidité et la sécurité deviennent infinie. Malgré l'offre abondante de refinancement offerte par la banque centrale, les banques commerciales réduisent les nouveaux crédits accordés aux agents privés non financiers. Les cours boursiers diminuent, le crédit ralentit et les écarts des taux privés sur les taux publics s'accroissent.

Tous les ingrédients pouvant entraîner l'apparition de la trappe à liquidité et le risque de déflation sont aujourd'hui réunis. La crise financière a provoqué le blocage du système financier et des circuits de financement. L'arrêt de la demande fut brutal et l'écart de production a atteint un niveau jamais observé depuis la Grande Dépression. Les banques centrales ont été promptes à réagir et, bien que nécessaires, leurs interventions n'auraient pas permis à l'économie d'éviter de sombrer si elles n'avaient pas reçu le soutien des politiques budgétaires. Ce stimulus va cependant prendre fin en 2010 et surtout en 2011. De nombreux gouvernements s'apprentent même à s'engager sur la voie de la restriction budgétaire ; l'impulsion sera globalement négative. Il est dans ces conditions essentiel d'établir un diagnostic précis sur l'efficacité de l'action des banques centrales. Si la trappe à liquidité ne parvenait pas à être refermée, l'économie mondiale pourrait s'enfoncer dans la récession en l'absence d'autre soutien à la demande.

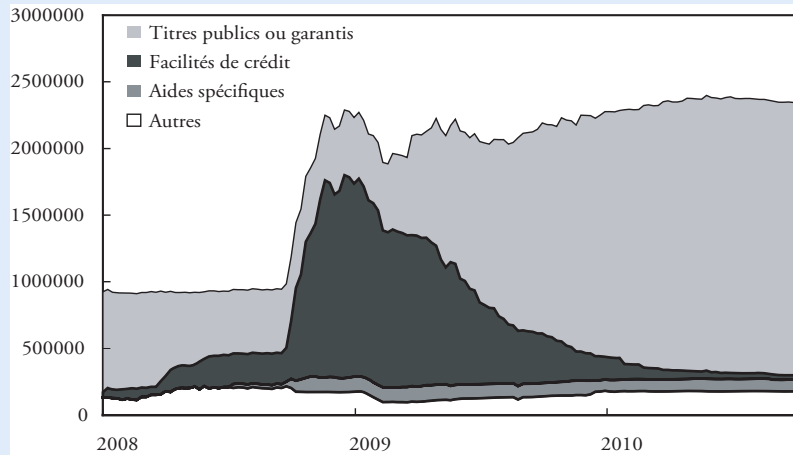
## 1. États-Unis : le plan vigi-déflation est lancé

La dégradation des indicateurs d'activité depuis le printemps dernier aux États-Unis a souligné la fragilité de la reprise américaine et la nécessaire prudence que les autorités doivent avoir pour gérer cette sortie de crise. Face à l'atonie de la demande interne et l'entrée dans un processus de trappe à liquidité, la politique monétaire américaine reste préoccupée par le risque de déflation. Le taux objectif des Fonds fédéraux est maintenu entre 0 et 0,25 % depuis janvier 2009 et le recours à la politique non conventionnelle de la Réserve fédérale est confirmé. Le montant du bilan de la Réserve fédérale a augmenté régulièrement jusqu'en mai 2010 pour frôler 2 400 milliards de dollars (soit 16,5 % du PIB – après 6,5 % à la veille de la crise) avant de se stabiliser. Mais les objectifs et les instruments mis en œuvre de façon *ad hoc* évoluent selon les impératifs de la crise. Les opérations de soutien aux marchés mises en place fin 2007 et 2008 pour lutter contre le risque de crise systémique sur les marchés financiers ont été progressivement abandonnées (en septembre 2010, il ne subsiste que les *Term Asset Backed Securities Loan Facilities* ouverts à tout détenteur de titres adossés à des crédits aux ménages et aux entreprises) au profit d'autres modes d'intervention sur des marchés de titres à long terme visant à parer au risque de déflation (graphiques 2 et 3).

En dépit du soutien massif des politiques budgétaire et monétaire pendant la récession, la reprise de l'activité au second semestre 2009 ne s'est pas accompagnée d'une solidification des bases de la demande, à savoir une reprise de l'emploi générant une hausse des revenus et de la consommation sur laquelle s'appuierait la reprise de l'investissement. Face au niveau élevé du chômage, aux sombres perspectives d'évolution de leurs revenus et à la baisse de valeur des actifs, les ménages privilégient l'ajustement financier en se désendettant. Les entreprises non financières tentent elles aussi de réduire leur exposition financière : rapportée à leur richesse nette, leur dette n'a jamais été aussi élevée (57,3 % fin 2009, contre 42,7 % fin 2007) et surtout la valeur de leur actif en bâtiments a baissé de plus de 30 % en deux ans. Les faillites restent nombreuses et le risque d'une déflation pèse sur les décisions d'investir. Malgré les injections massives de liquidités de la Banque centrale auprès des institutions financières et du marché des titres pour faire baisser les taux privés, le canal du crédit ne fonctionne plus. Les flux nets de crédits hypothécaires en direction des ménages sont de plus en plus négatifs et les crédits à la consommation ne repartent toujours pas (graphique 4). Les entreprises non financières quant à elles financent leurs investissements essentiellement par fonds propres et émissions d'obligations. L'appel aux crédits bancaires a repris légèrement depuis le début de l'année mais reste traditionnellement peu utilisé par les entreprises (graphique 5).

**Graphique 2 : Actif du bilan de la Réserve fédérale**

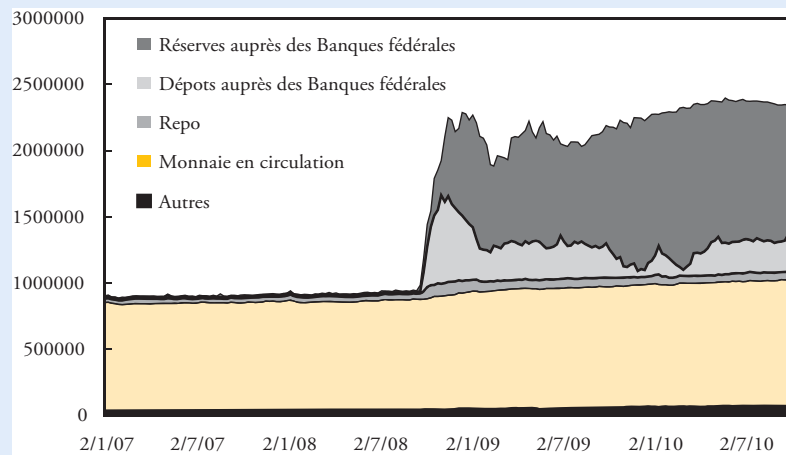
En millions de dollars



Source : Réserve fédérale.

**Graphique 3 : Passif du bilan de la Réserve fédérale**

En millions de dollars



Source : Réserve fédérale.

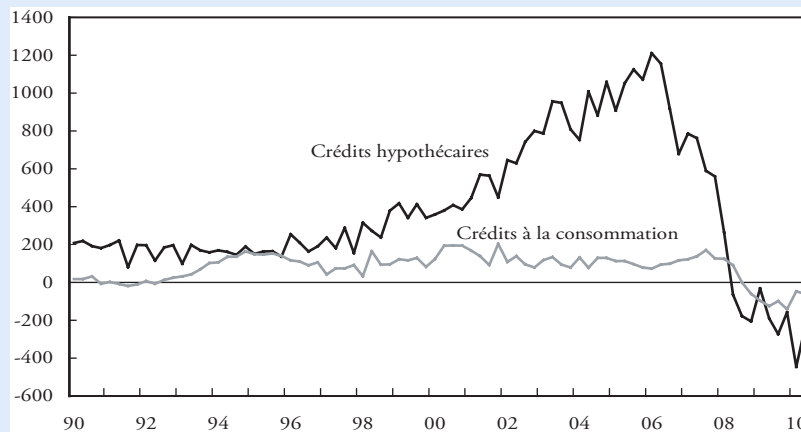
Simultanément, les conditions de prêts proposées par les banques commerciales se sont détendues. Selon les enquêtes auprès des banques, elles sont revenues à leur niveau d'avant la crise. Les établissements financiers n'ont *a priori* plus de difficultés à refinancer leurs opérations à court terme. Après le resserrement des taux lié à la crise grecque du printemps dernier, le *spread* entre le LIBOR et l'OIS à trois mois est revenu à son niveau d'avant la crise des *subprimes* et les opérations principales de

refinancement auprès de la Réserve fédérale (*primary credit*) n'ont pas été utilisées malgré l'extinction progressive des facilités exceptionnelles de prêts au cours du premier semestre. Même s'il est difficile d'appréhender le volume des transactions qui ont eu lieu, les banques ont donc pu bénéficier des faibles taux du marché interbancaire. Face à la faible demande de crédits des agents privés, les banques commerciales ont peu eu besoin de se refinancer sur les autres marchés. Leurs nouveaux engagements baissent sur le marché des titres de dette depuis la fin 2009, que ce soit sur le marché à long terme (obligataire et prêts non bancaires), ou à très court terme (*open market*). Leurs nouvelles ressources viennent principalement de la progression des dépôts à vue et à terme. Ces liquidités sont déposées dans les réserves des banques fédérales, rémunérées à 0,25 %, au lieu d'alimenter le canal du crédit.

La contrainte de désendettement des ménages combinée à la constitution d'une épargne de précaution pour faire face à l'incertitude qui les entoure, pèse lourdement sur l'activité de financement des banques. La baisse du prix des actifs immobiliers, l'importance du chômage dans un pays où les mailles de la protection sociale sont lâches et la perspective du resserrement budgétaire en 2011 favorisent l'attentisme et bloquent les prises de décisions. Face à l'incertitude et donc aux risques de voir leur situation financière et patrimoniale se dégrader, ménages et entreprises jouent la prudence. Dès lors, les conditions de prêts qui peuvent paraître attractives n'ont pas pris sur la demande de prêts et sur les décisions des agents privés. Cette situation conduit au blocage des circuits de financement et à la mise en place d'une trappe à liquidité dans le système financier américain.

**Graphique 4 : Flux nets de crédits aux ménages**

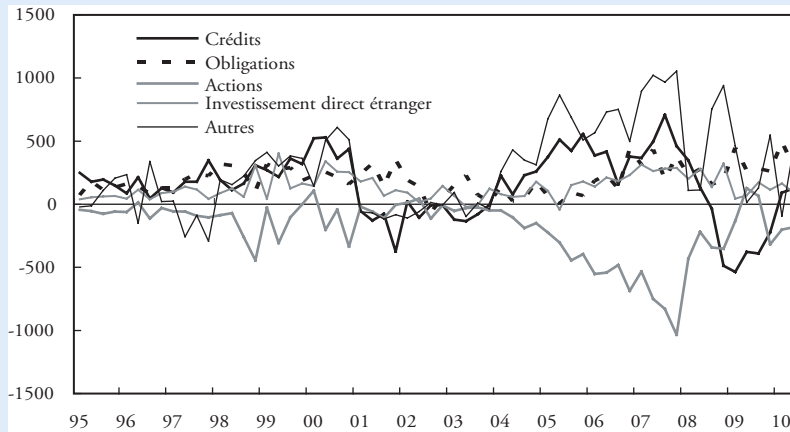
En millions de dollars



Source : *Flow of Funds*, Réserve fédérale.

**Graphique 5 : Variations nettes des engagements financiers des SNF**

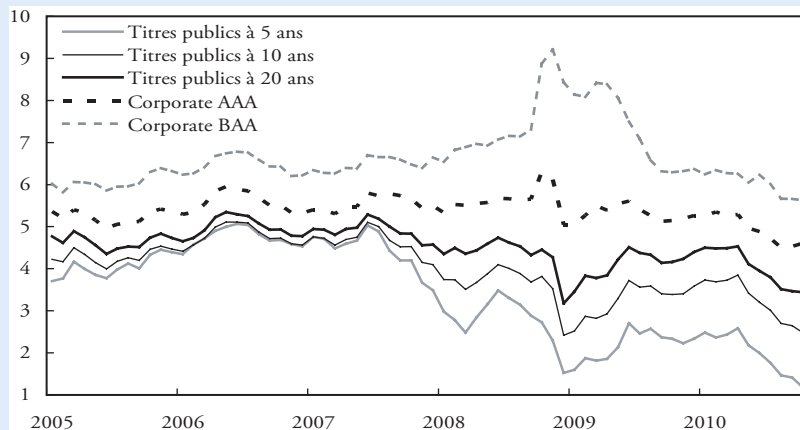
En millions de dollars

Source : *Flow of Funds*, Réserve fédérale.

L'entrée dans ce processus de trappe à liquidité rend la politique de la Réserve fédérale inopérante : les taux courts sont à un niveau plancher proche de 0 et les taux longs privés restent insensibles à la baisse des taux longs publics (graphique 6). L'impact de la politique monétaire sur l'économie est réduit du fait de la non transmission de la politique monétaire au secteur privé et renforce le pessimisme général qui tend à peser sur l'inflation et les anticipations d'inflation.

**Graphique 6 : Taux nominal sur les obligations publiques et privées**

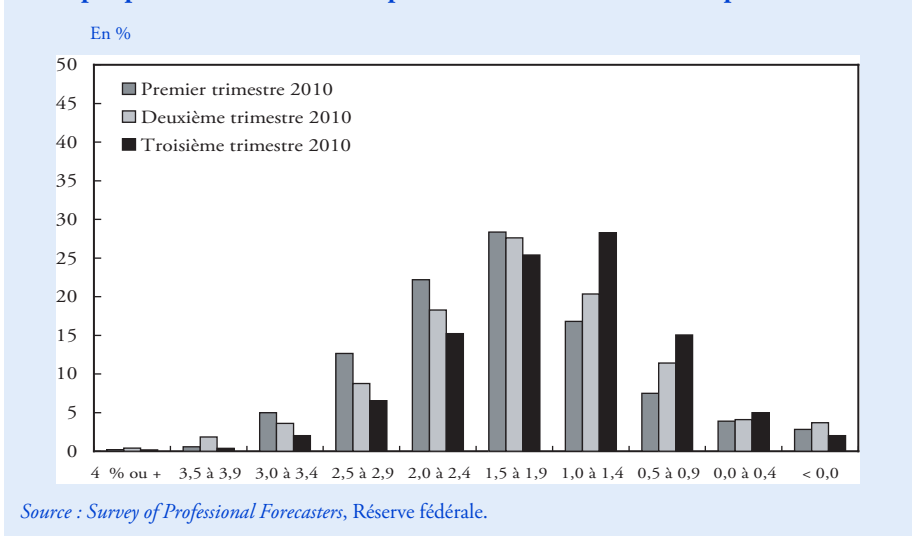
En %



Source : Réserve fédérale.

Face à l'atonie de la demande, l'inflation a fortement ralenti en 2010. Les prix à la consommation ont progressé de 1,1 % sur un an en septembre et si l'on exclut les composantes les plus volatiles, l'énergie et l'alimentation, la progression est de 0,8 %. Plusieurs types de biens et services affichent une baisse de leur prix. C'est le cas des loyers, de l'habillement et des loisirs dont les prix reculent depuis le début de l'année (-0,4 %, -1,2 % et -1,3 % sur un an en septembre respectivement). Dans ce contexte, les anticipations inflationnistes sont orientées à la baisse. Mesurées par l'écart de rendement entre les titres publics nominaux et ceux indexés sur l'inflation (à la liquidité relative des deux marchés près), les anticipations à cinq ans sont passées de 2 % en janvier 2010 à 1,3 % en septembre dernier, très inférieures à l'inflation effective et anticipée d'avant la crise financière. Les enquêtes auprès des prévisionnistes, diffusées par la Réserve fédérale de Philadelphie, confirment le mouvement. Entre le premier et le troisième trimestre 2010, les projections d'inflation sont passées de 2,1 % à 1,8 % à l'horizon de la fin 2011. Simultanément, la probabilité que l'inflation se situe entre 0,5 % et 1,4 % est passée de 24,3 % en début d'année à 43,3 %. Si le risque d'une baisse des prix en 2011 reste faible pour le moment (quoique supérieur à 2 %), il n'en est pas moins à considérer, et au moins autant, sinon plus, que celui d'une inflation supérieure à 3 % (la probabilité est de 2,4 % dans les dernières enquêtes et baisse régulièrement depuis le début de l'année) (graphique 7).

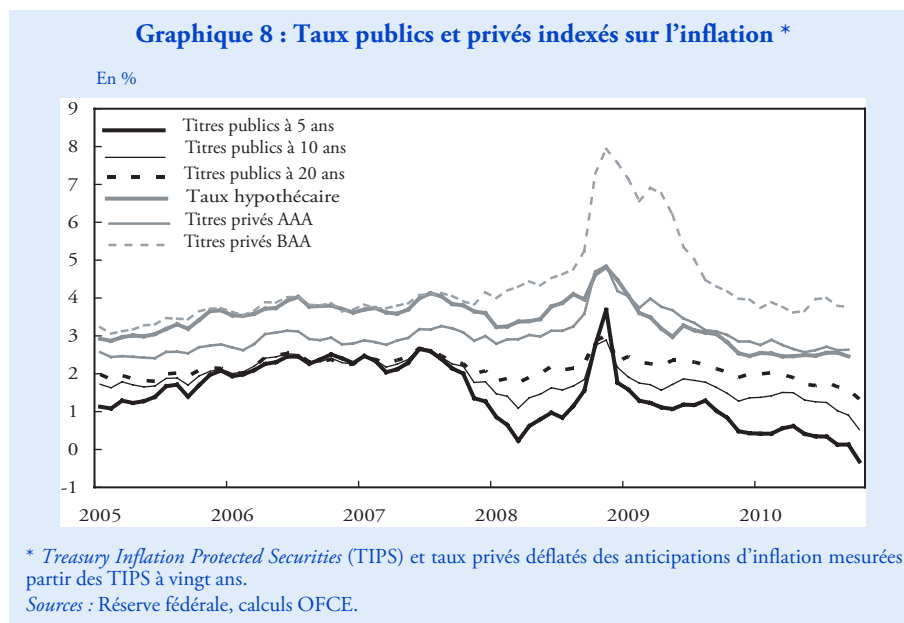
**Graphique 7 : Probabilité anticipée de déflation ou d'inflation pour fin 2011**



Cette baisse de l'inflation, combinée à des anticipations qui prolongent la tendance, a deux effets. Tout d'abord, elle modifie les comportements de consommation et d'investissement des agents privés. Les ménages sont tentés de différer leurs dépenses courantes afin de bénéficier de prix plus intéressants. Dans le



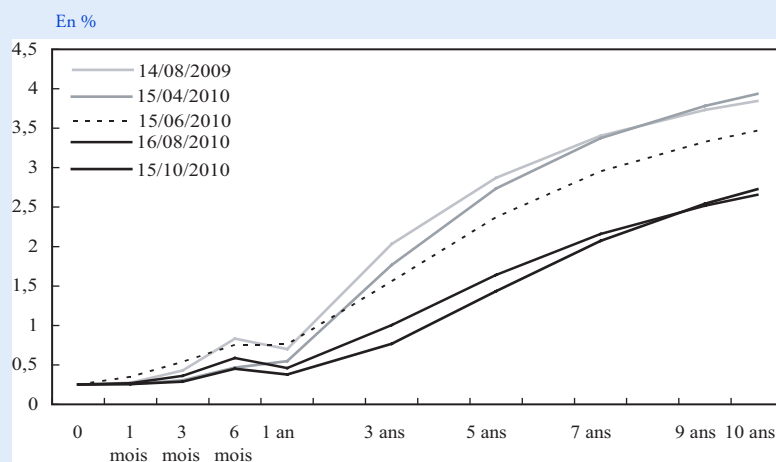
secteur de l'immobilier, la baisse du prix des actifs incite également les investisseurs à attendre quelques temps. Du côté des entreprises, la contraction du prix des biens de capital (le déflateur de l'investissement productif a baissé de 2,2 % sur un an au deuxième trimestre) joue là aussi négativement sur les prises de décision. Le deuxième effet porte sur les effets induits sur les taux d'intérêt réels. Alors que le taux réel est négatif sur les titres publics à cinq ans indexés sur l'inflation et de 1,3 % sur ceux à vingt ans, le coût réel du crédit reste élevé sur les titres privés. Le taux hypothécaire est stable à 2,5 % depuis la mi-2009 et les rendements sur les obligations émises par les entreprises notées AAA et BAA ont très peu baissé par rapport à la période précédant la crise financière (graphique 8).



Seul levier pour stimuler la prise de risque : renverser les anticipations inflationnistes par une nouvelle politique d'achats massifs de titres publics ou garantis par l'État qui fait pression sur la courbe des taux (graphique 9). En septembre 2010, plus de 85 % de l'actif de la Banque centrale est constitué de titres dont plus de la moitié par des *Mortgage-backed Securities* (MBS) des Government Sponsored Enterprises Freddie Mac et Fannie Mae, 2 % par les facilités de prêts aux ménages et aux entreprises (*Term Asset Backed Securities Loan Facilities*) et moins de 4 % par les aides directes à certaines entreprises (AIG, ..). Avec l'arrivée à maturité de certains MBS (en plus des 140 milliards de titres déjà remboursés en juin 2010, 400 milliards de remboursement sont attendus d'ici à la fin 2011), la Banque s'est engagée lors de la réunion du FOMC du 10 août 2010 à racheter des obligations du Trésor américain. La détention de MBS a atteint son point haut fin août et baisse légèrement depuis, au profit des bons du Trésor. Cette politique d'achats massifs de

titres longs est sous-tendue par l'idée que l'acquisition (en cours ou anticipée) d'un stock important de titres publics par la Banque centrale modifiera les conditions du marché, notamment la composition de l'offre de titres. Les titres étant imparfaitement substituables, les investisseurs devront adapter leur portefeuille au profit de titres privés de bonne qualité, ce qui fera progressivement pression sur les rendements.

**Graphique 9 : Courbe des taux publics**



Source : Réserve fédérale.

Cet objectif de baisse des taux longs nominaux s'accompagne d'une stratégie visant à retourner les anticipations d'inflation. Pour l'heure, les autorités monétaires considèrent que « l'inflation sous-jacente est en dessous des niveaux que le Comité (de politique monétaire) juge cohérent avec son mandat d'assurer le plein emploi et la stabilité des prix ». C'est pourquoi lors de la réunion du 21 septembre dernier, les membres du FOMC ont réitéré la possibilité d'introduire de nouveaux outils (déjà débattue fin août) :

- conduire de nouveaux achats de titres publics de long terme (avec le risque de créer des distorsions mal mesurées sur ces marchés et d'alimenter des tensions) ;

- améliorer la communication et la transparence concernant les modalités de sortie de cette politique monétaire particulièrement accommodante afin de rassurer les investisseurs sur le risque d'une résurgence des tensions inflationnistes au moment de cette sortie ;

- réduire les intérêts payés sur les réserves excédentaires des banques (à 0,10 % par exemple) afin d'inciter les déposants à prêter au secteur non financier ou sur le marché monétaire à court terme. La baisse potentielle du taux des fonds fédéraux ne pourrait néanmoins excéder 10 à 15 points, d'autant que le marché des fonds

fédéraux, jugé trop peu rémunérateur, pourrait alors devenir trop peu liquide et favoriser une hausse du taux ;

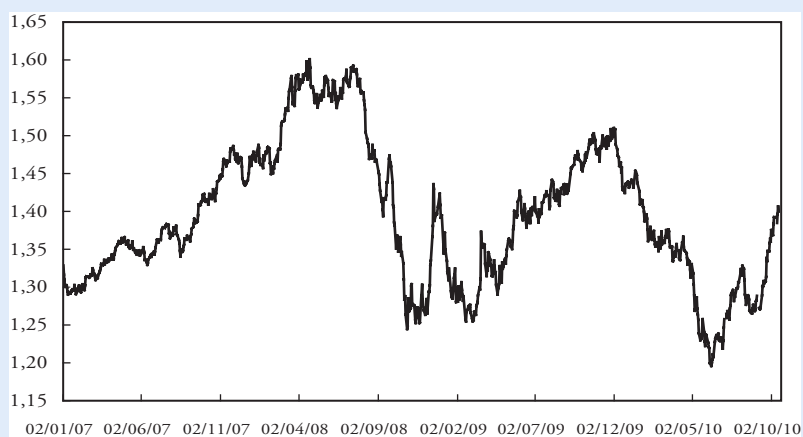
— ou encore augmenter temporairement la cible d'inflation à moyen et long termes au-delà du niveau jugé compatible avec la stabilité des prix afin de protéger les agents engagés sur des contrats à long terme, d'un alourdissement de la charge financière réelle.

Un nouveau *round* d'assouplissement monétaire *via* de nouveaux achats de titres du Trésor semble être privilégié par la Réserve fédérale. Dès lors, anticipant une baisse des taux réels et une reprise de l'activité, les principaux indices boursiers sont remontés tandis que la devise américaine, davantage soumise aux anticipations de baisses de taux d'intérêt longs nominaux, a flanché au profit des autres monnaies, atteignant à la mi-octobre 1 euro pour 1,4 dollar (graphique 10).

Cette situation devrait pourtant tourner court prochainement. Compte tenu du sous-emploi des facteurs de production et d'une demande en berne, l'inflation devrait continuer de ralentir dans les prochains trimestres. Hors énergie et alimentation, les prix à la consommation augmenteraient de 0,1 % par trimestre jusqu'à la fin 2011. En intégrant la hausse du prix du pétrole et de l'alimentation, la progression passerait à 0,2 % (0,8 % sur un an à la fin 2011). L'entrée en déflation n'est donc pas retenue dans notre scénario à l'horizon de la fin 2011 mais le risque existe. La réaction favorable des marchés, après la réunion du FOMC de septembre, s'est modifiée à la mi-octobre : les taux à dix ans qui avaient sensiblement baissé au troisième trimestre se sont ressaisis. Ils pourraient progresser de 2,6 % au quatrième trimestre 2010 à 2,9 % fin 2011. La volatilité du taux de change devrait cesser et le dollar se raffermir face à l'euro.

**Graphique 10 : Taux de change euro/dollar**

1 euro = ... dollars?



Source : Datastream.

## 2. Zone euro : la Banque centrale européenne à contre-courant ?

Alors que la Banque centrale européenne (BCE) annonçait en début d'année 2010 la fin progressive des programmes de mesures non conventionnelles, les nouvelles tensions qui sont apparues au printemps du fait de la crise budgétaire grecque ont décalé ce calendrier. En raison de l'exposition des banques de la zone euro sur les marchés obligataires, les craintes de nouvelles pertes liées à un hypothétique défaut souverain dans la zone euro ont ravivé les inquiétudes sur le marché interbancaire, notamment sur les échéances plus longues (graphique 11). Dans ces conditions, la BCE a maintenu ses procédures d'appels d'offre à taux fixes et a réactivé les programmes de *swap* lui permettant de fournir des liquidités en dollar. La BCE a également annoncé le 10 mai son intention d'intervenir sur les marchés obligataires publics et privés de la zone euro afin de remédier aux dysfonctionnements apparus au cours du premier semestre. Ce faisant, la BCE remettait implicitement en cause le dogme selon lequel la Banque centrale ne devait en aucun cas apporter de soutien financier à un État de la zone euro en difficulté<sup>1</sup>. Néanmoins, le répit fut de courte durée. Le marché obligataire reste marqué par une forte volatilité. Le taux public grec à dix ans a baissé de façon spectaculaire entre le 7 et le 10 mai, en passant de 12,2 % à 7,9 %. Mais, dès le mois de juin, il dépassait à nouveau 10 % avant de baisser à partir du mois de septembre. Si la BCE s'est montrée prompte à réagir, abandonnant même un principe considéré pourtant comme intangible, son action peine cependant à infléchir durablement les conditions financières et à avoir un effet sur l'activité de crédit.

**Graphique 11 : Tensions sur le marché interbancaire**

En point



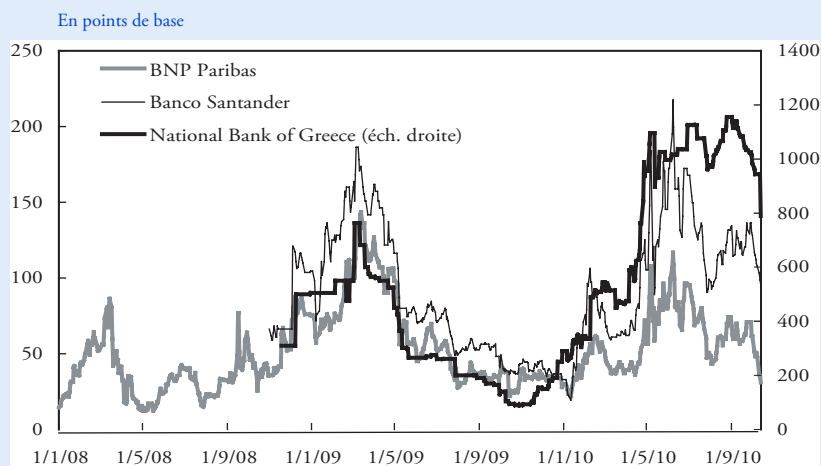
Source : Datastream.

1. La BCE n'a toutefois pas manqué de souligner, comme à son habitude, l'importance de réduire les déficits budgétaires.

## 2.1. Mesures prises par la BCE pour financer l'économie

La BCE qui envisageait en début d'année 2010 de normaliser peu à peu les conditions entourant les opérations de refinancement a dû se résoudre à y renoncer, retardant ainsi le dégonflement de son bilan. La crise de la dette souveraine dans la zone euro et les doutes qui en ont découlé sur la capacité des banques à faire face à ce choc après celui des *subprime* ont compliqué le financement des banques. L'envolée des primes de risque sur les CDS des banques de la zone euro en mai et juin 2010 témoigne en effet des interrogations des marchés financiers sur leur solvabilité, effet qui semble amplifié par la fragilité macroéconomique interne à chaque pays (graphique 12).

**Graphique 12 : Primes de risques sur les CDS de banques de la zone euro**



Note : ces primes concernent la dette *senior* à une échéance d'un an.

Sources : Datastream, Thomson Reuters.

De ce fait, la BCE a décidé de retarder la fin des programmes de mesures non conventionnelles adoptés en 2008, pour permettre aux banques de se financer à différentes échéances et de tenter d'influer sur le marché interbancaire pour ces différentes maturités<sup>2</sup>. En effet, en mars dernier, la BCE avait annoncé qu'elle ne changerait pas les conditions d'attribution des opérations principales de refinancement (hebdomadaires), mais qu'elle reviendrait à une procédure d'appel d'offre à taux variables pour les opérations de refinancement à plus long terme, c'est-

2. Alors qu'avant la crise financière, la BCE effectuait des injections de liquidité à échéance d'un mois et de trois mois à taux variable et fixait les montants distribués, depuis octobre 2008, les opérations de refinancement s'effectuent à taux fixe et la BCE sert la totalité des demandes des banques. De plus, depuis avril 2008, des opérations de refinancement à échéance de six mois ont lieu et trois injections à douze mois ont été menées entre juin et décembre 2009.

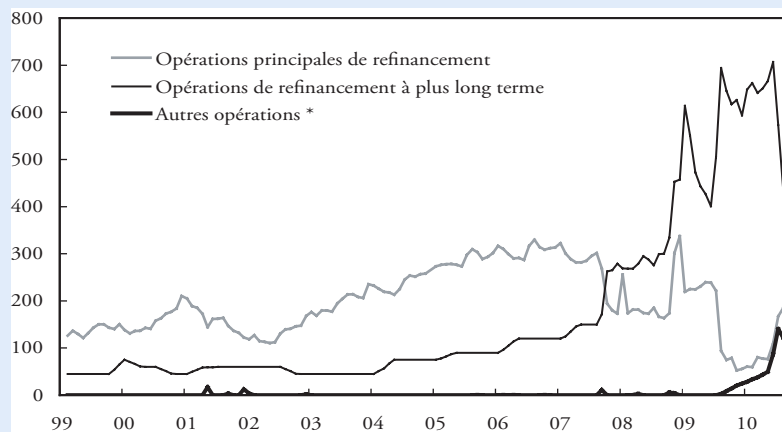
à-dire celles portant sur des échéances de trois mois à partir de fin avril 2010, les opérations d'une durée de six mois et un an n'ayant plus vocation à être conduites.

Finalement, la BCE est revenue depuis fin mai à des opérations de refinancement à trois mois à taux fixe, les demandes des banques étant totalement servies. De plus, une opération d'une durée de six mois a eu lieu début mai, à un taux égal à la moyenne des taux de soumission des opérations hebdomadaires effectuées durant cette période de six mois. Ce mécanisme s'appliquera aussi pour les interventions à échéance de trois mois à partir d'octobre 2010. En revanche, aucune nouvelle opération à un an n'a eu lieu. La BCE a par ailleurs réactivé le dispositif d'échanges de devises avec les autres banques centrales et apporte de la liquidité en dollars pour des durées de sept jours et de trois mois depuis mai 2010 aux banques de la zone ayant des positions en dollars.

La BCE va donc continuer de fournir aux banques la liquidité qu'elles souhaitent pour pallier les défaillances du marché interbancaire qui semblent devenues chroniques. Les dernières évolutions montrent cependant un tassement des liquidités injectées par la BCE, la fin de l'opération menée fin juin 2009 pour une durée d'un an (pour un montant de 442 milliards d'euros) n'ayant été que partiellement compensée par la hausse des montants distribués dans le cadre des opérations principales de refinancement et par l'injection de 131 milliards pour une durée de trois mois le 1<sup>er</sup> juillet dernier (graphique 13). La réduction de l'excédent de liquidité est le signe que les conditions de financement des banques s'améliorent, notamment pour celles des pays jugés fragiles par les marchés financiers, même si des tensions persistent.

**Graphique 13 : Facteurs d'élargissement de la liquidité dans la zone euro**

En milliards d'euros



\*Il s'agit principalement des achats de titres dans le cadre des *Covered bond purchase programme* et *Securities markets programme*.

Source : BCE.

Contrairement aux autres banques centrales, la BCE a peu fait appel aux achats de titres pour relancer le financement de l'économie depuis le début de la crise. Il est vrai que les obligations ne représentent qu'une faible part du passif des entreprises non financières (2 %) ou des institutions financières (14 %). Ainsi le Programme d'achat d'obligations sécurisées (*Covered bond purchase programme*) annoncé en mai 2009 ne visait qu'à acheter pour 60 milliards d'euros d'obligations sécurisées (soit 3 % du total de l'actif de la BCE). Il a pris fin comme prévu fin juin 2010, 27 % des achats ayant été effectués sur le marché primaire et le reste sur le marché secondaire.

À la suite des tensions sur les marchés de dette souveraine dans la zone euro, qui se sont peu à peu étendues à d'autres pays que la Grèce, la BCE a aussi décidé début mai 2010 d'acheter des obligations publiques et privées de la zone euro (*Securities Markets Programme*). Ces nouvelles mesures visent à améliorer la liquidité et la profondeur du marché des titres, mais la BCE n'a pas donné les montants prévus de ces interventions. Elle a, par ailleurs, précisé que ces injections de liquidité seraient stérilisées pour qu'elles n'aient pas d'impact sur la taille de son bilan et donc sur la création monétaire, *via* des reprises hebdomadaires de liquidité en blanc. Au 1<sup>er</sup> octobre, la BCE détenait pour 63,3 milliards d'euros d'obligations dans le cadre du *Securities Markets Programme*, soit un montant relativement faible. Cependant, la somme des titres détenus dans le cadre de ces deux programmes est proche du montant des opérations principales de refinancement, représentant presque 20 % des liquidités injectées par la BCE, contre 60 % pour les opérations de refinancement à plus long terme.

*In fine*, le bilan de la BCE s'est légèrement dégonflé, l'actif étant passé de 2 150 milliards d'euros fin juin 2010 à 1 860 milliards début octobre 2010, mais reste bien supérieur aux 1 500 milliards observés en septembre 2008 avant la faillite de Lehman Brothers. La situation est donc loin d'être normalisée.

## 2.2. Un financement des banques et des entreprises toujours problématique

La nécessité pour la BCE de poursuivre ses injections massives de liquidité reflète l'absence de retour à la normale sur les marchés interbancaires. Le problème de confiance entre les banques est donc loin d'être apaisé, et a même été ravivé à la suite des tensions sur les dettes souveraines de la zone euro.

Les difficultés de financement de banques à la suite de cette crise sont aussi étayées par l'enquête de la BCE menée dans la deuxième quinzaine du mois de juin auprès des banques. En effet, ces dernières ont indiqué que l'accès au marché monétaire et surtout les émissions de titres de créances avaient été plus difficiles au deuxième trimestre 2010, contrairement aux trimestres précédents. L'impact des tensions sur les marchés financiers sur leurs fonds propres et leur distribution de crédit est mis en avant par 40 % des banques.

Les marchés financiers se sont inquiétés de l'exposition des banques au risque souverain. Les prêts des établissements de crédit aux administrations publiques de la

zone euro et les titres émis par les administrations publiques représentent en effet respectivement 3 % et 5 % de leur actif. Les tensions sur les dettes souveraines peuvent fragiliser le bilan des banques *via* trois facteurs :

- Elles doivent provisionner les pertes potentielles, ce qui peut être le cas quand la note d'un émetteur dont elle détient des titres est dégradée.
- Les actifs étant comptabilisés à leur valeur de marché, la baisse des prix des obligations qu'elles détiennent (corollaire de la hausse des rendements exigés) se répercute automatiquement sur leur bilan.
- La dégradation des titres qu'elles possèdent augmente le niveau des fonds propres qu'elles doivent afficher. En effet les ratios de solvabilité rapportent les fonds propres à l'actif des banques pondéré par le risque potentiel des différentes catégories d'actifs.

L'atténuation des tensions sur les dettes souveraines en juillet 2010 s'est répercutée assez rapidement sur les primes de CDS des banques de la zone euro. Mais ces dernières restent très dépendantes des annonces budgétaires des différents pays et de la réaction des marchés, puisque les primes sont remontées en août avant de redescendre en octobre 2010. Elles sont proches de 100 points de base en France, comprises entre 150 et 260 en Espagne et autour de 600 points pour les banques grecques. La publication de *stress tests* menés sur un grand nombre d'établissements financiers de l'Union européenne qui visait à rassurer les marchés financiers n'a pas atteint son but, les marchés ayant jugé ces tests ni assez sévères ni transparents, malgré la simulation d'un choc de dette souveraine effectuée dans un contexte de récession.

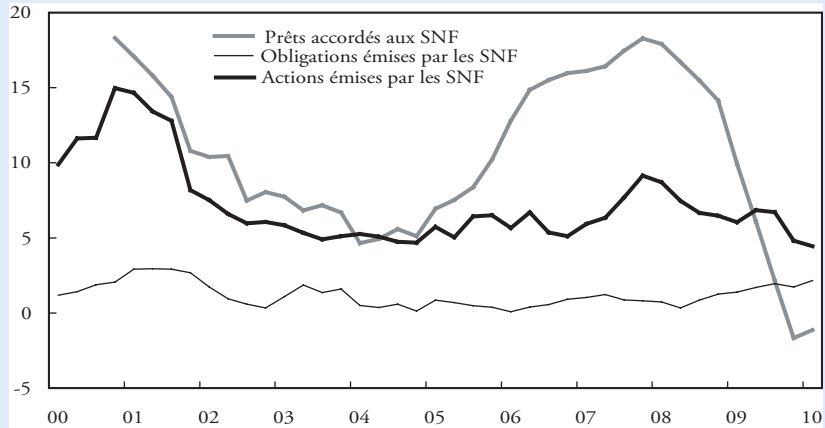
Du fait des problèmes de financement des banques, la normalisation des critères d'octroi de crédit aux entreprises observée depuis le début de l'année 2009 a été stoppée net au deuxième trimestre 2010. Ce durcissement c'est accentué tant pour les PME que pour les grandes entreprises, avec un impact sur les montants de crédit accordés et sur la durée des prêts.

Les flux de crédits ont continué de reculer en pourcentage de la valeur ajoutée des entreprises non financières (graphique 14). Dans le même temps, les flux d'actions se tassent, tandis que les flux d'obligations redémarrent. Les émissions ont sans doute été favorisées par la baisse des rendements sur les obligations privées (graphique 15). L'écart avec les taux publics reste cependant élevé, notamment pour les entreprises les plus risquées, notées BBB. De plus, la fuite vers la sécurité, qui a bénéficié aux actifs publics à court terme, maintient un écart de rendement entre actifs privés et publics à un niveau historiquement élevé.



**Graphique 14 : Flux de financement des entreprises non financières**

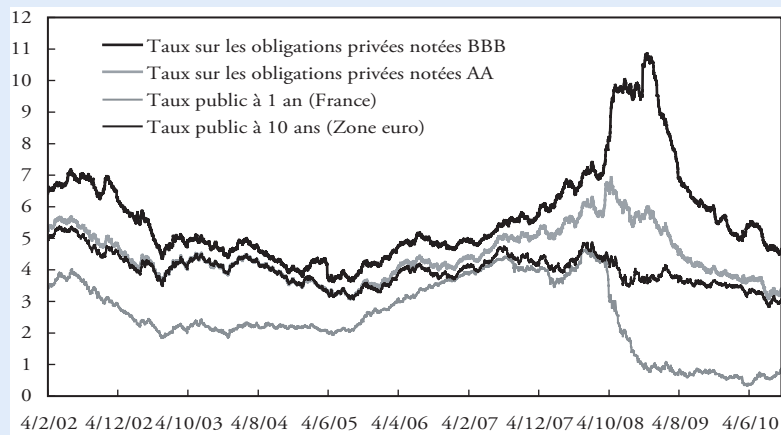
En % de la valeur ajoutée



Sources : Eurostat, BCE.

**Graphique 15 : Rendements des obligations des sociétés non financières et taux publics**

En %



Note : les rendements des obligations privées correspondent à des maturités de cinq à dix ans

Source : Datastream.

### 2.3. Canaux bouchés

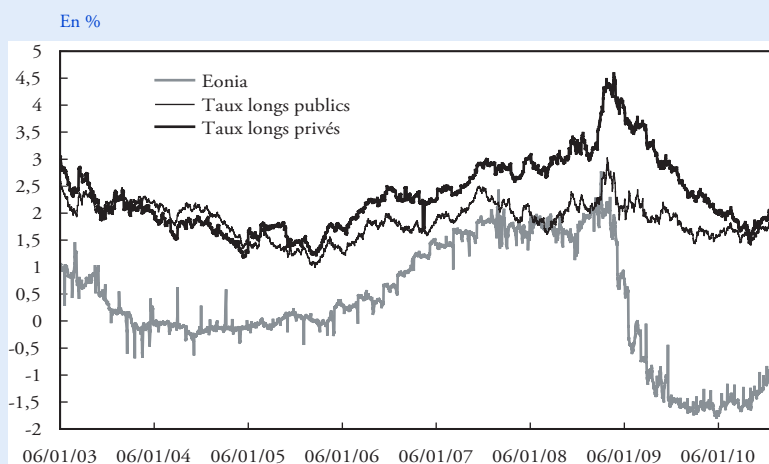
En réaction au choc récessif subi par la zone euro, la BCE est massivement intervenue en alimentant la liquidité sur le marché interbancaire et en baissant progressivement le principal taux directeur, maintenu à 1 % depuis mai 2009. La trappe à liquidité correspondant à une situation où la Banque centrale ne parvient

plus à agir (faire baisser) sur les taux d'intérêt réels notamment à long terme, l'efficacité de l'action de la BCE dépend donc de la transmission de ses décisions à l'ensemble des taux d'intérêt ainsi que sur les anticipations des agents en matière d'inflation et de taux d'intérêt futurs. L'impact de la politique monétaire est d'autant plus fort que :

- la baisse des taux directeurs est importante,
- les agents anticipent que les taux futurs seront maintenus à un faible niveau,
- les agents anticipent que cette action va augmenter l'inflation future.

Si le taux long public moyen de la zone euro a bien baissé au cours de la crise, passant de 4,6 % en juillet 2007 à 2,9 % en septembre 2010, l'ampleur de la baisse n'est pas comparable à celle du taux directeur de la BCE – qui a perdu 3,25 points – et, surtout, cette baisse n'a pas entraîné une baisse suffisante des taux d'intérêt réels *ex-ante* (graphique 16). Alors qu'en termes réels, l'EONIA est devenu négatif en janvier 2009, les taux longs publics ou privés réels sont rarement descendus sous la barre de 1,5 % alors que la situation macroéconomique nécessite probablement des taux réels négatifs afin de stimuler plus activement la demande.

**Graphique 16 : Taux réels *ex ante***



Note : les anticipations d'inflations sont extraites des rendements des obligations indexées émises dans la zone euro.

Sources : BCE, Datastream et Agence France Trésor.

Cet effet limité de la politique monétaire s'explique à la fois par une baisse limitée des taux nominaux mais aussi par l'ancrage des anticipations d'inflation autour de la cible de 2 % fixée par la BCE. Après avoir connu un creux à 1 % en novembre 2008, les anticipations de marché sont ensuite remontées à 2 %. Elles ont de nouveau baissé depuis avril 2010 et ont atteint 1,5 % fin août. Les résultats des enquêtes auprès des professionnels, qui sont communiqués par la BCE, indiquent également que l'inflation anticipée à un horizon de un an s'élève à 1,5 %. L'ancrage

autour de la cible de 2 % est même encore plus marqué dès lors que les professionnels sont interrogés sur leurs anticipations à un horizon de cinq ans. Si la crédibilité de la politique monétaire est un élément important de son efficacité, une conception plus souple de l'objectif de prix pourrait renforcer la capacité de la BCE à réduire le taux réel. En effet, étant donné le maintien d'un écart de production fortement négatif, la transmission de la politique monétaire serait d'autant plus efficace si la Banque centrale parvenait à accroître les anticipations d'inflation et donc à baisser, par ce biais, le taux d'intérêt réel *ex-ante*. Pour l'instant, le scénario d'une accélération de l'inflation est écarté par les prévisionnistes. Il faut néanmoins souligner que la dispersion des anticipations s'est accrue, ce qui reflète leur plus grande incertitude. Ainsi, la probabilité d'une inflation supérieure à 3,5 % dans 5 ans<sup>3</sup> est de 2,1 % (tableau). Elle avait atteint un pic à 3,2 % au deuxième trimestre 2009. Le scénario déflationniste à un horizon de deux ans est perçu comme moins probable qu'au deuxième trimestre 2009 mais cette possibilité, bien que faible, à un horizon de cinq ans, ne se réduit que très marginalement. La probabilité estimée par les prévisionnistes s'élève effectivement à 1,3 % au troisième trimestre 2010 contre 0,7 % un an plus tôt.

**Tableau : Probabilité anticipée de déflation ou d'inflation**

	Dans deux ans		Dans cinq ans	
	Inflation <0 %	Inflation >3,5 %	Inflation <0 %	Inflation >3,5 %
2010 q3	1,8	0,6	1,3	2,1
2010 q2	1,3	0,8	1,4	1,7
2010 q1	2,4	1,2	1,4	2,0
2009 q4	2,3	0,8	1,0	1,4
2009 q3	3,4	0,5	0,7	1,9
2009 q2	3,4	0,7	0,4	3,2
2009 q1	1,2	0,7	0,3	1,2
2008 q4	0,1	0,9	0,2	1,6
2008 q3	0,2	2,3	0,3	1,8
2008 q2	0,0	1,0	0,2	0,9
2008 q1	0,0	0,7	0,3	1,1

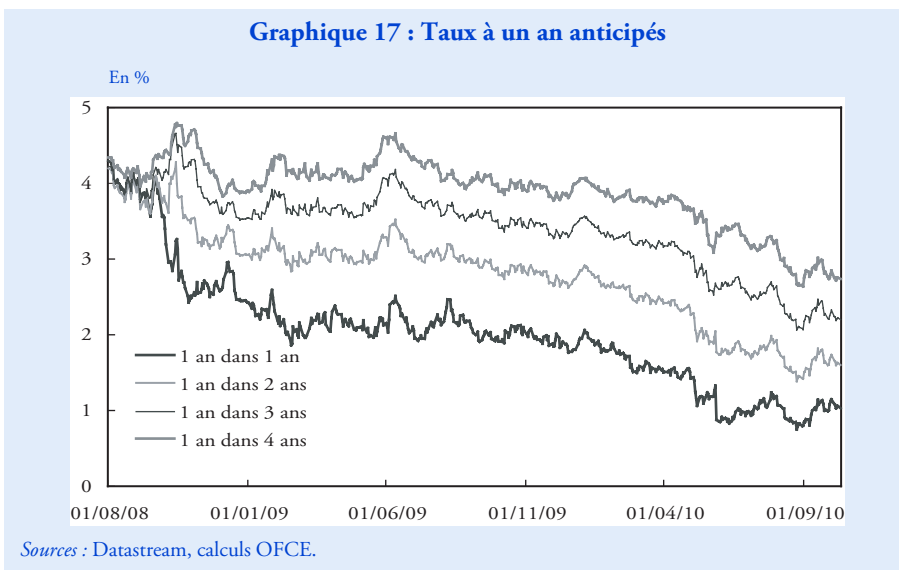
Source : BCE (*Survey of Professional Forecasters*).

3. Contrairement à l'hypothèse de déflation qui a une traduction directe, il est plus délicat de déterminer un seuil à partir duquel on considère qu'il y a une accélération de l'inflation. Le point retenu à 3,5 % correspond simplement à une des valeurs les plus hautes retenue par la BCE dans l'élaboration de son questionnaire aux professionnels.

Enfin, l'action de la politique monétaire dépend des anticipations de taux futurs. D'une part, une baisse des taux futurs anticipés réduit les taux longs aujourd'hui par un effet de structure par terme des taux d'intérêt. D'autre part, dans les modèles macroéconomiques néo-keynésiens, la demande dépend également de la demande anticipée. Ainsi, une baisse des taux anticipée est censée accroître la demande future et par ce canal des anticipations, la demande et donc la croissance actuelle, ce qui renforce l'importance du canal des anticipations dans les politiques de sortie de la zone de trappe à liquidité.

À partir des taux d'intérêt sur les obligations publiques à différentes maturités, il est possible de déterminer une mesure des taux à un an à différents horizons. Si l'indicateur ainsi calculé ne peut être considéré *stricto sensu* comme une mesure de l'orientation de la politique monétaire future, il donne néanmoins une indication sur l'état des anticipations de marché sur l'évolution des taux courts. Il semblerait alors que les marchés n'anticipent pas de fortes modifications des taux courts à un horizon d'un an puisque le taux anticipé à un an dans un an est 1 % (graphique 17). Ce taux augmente ensuite traduisant de fait que les marchés anticipent une augmentation des taux à court terme à partir de l'année 2012. Cette augmentation serait assez progressive et ne dépasserait pas 3 % à un horizon de quatre ans.

**Graphique 17 : Taux à un an anticipés**



Dans ces conditions, on ne peut exclure que le canal de transmission de la politique monétaire par les variations de taux d'intérêt soit bouché ou pour le moins entravé. La répercussion de la baisse des taux directeurs de la BCE sur les taux longs réels est limitée d'une part parce que l'ampleur de la baisse des taux longs nominaux est modeste relativement au choc subi par la zone euro, et d'autre part, parce que les anticipations d'inflation ne sont pas suffisamment élevées pour accélérer la baisse

réelle des taux d'intérêt. Enfin, dans la mesure où le contexte déflationniste est généralisé, les banques centrales pourront difficilement activer le canal du taux de change sauf à s'engager dans une guerre des monnaies où chaque banque centrale tenterait successivement de bénéficier d'une dépréciation de sa monnaie. La forte volatilité des taux de change depuis le début de la crise traduit d'ailleurs cette incapacité à mobiliser le canal du taux de change. Il reste néanmoins qu'aujourd'hui, la Réserve fédérale s'est clairement exprimée sur la poursuite du soutien de la politique monétaire. La BCE n'est pas allée aussi loin en matière de communication et pourrait s'inscrire à contre-courant des actions des autres banques centrales. L'euro s'apprécierait, rendant encore plus difficile la fermeture de la trappe à liquidité et la sortie de déflation. Néanmoins, la BCE s'est montrée plutôt pragmatique dans sa gestion de la crise. Elle a jusqu'ici réagi assez promptement aux perturbations du marché interbancaire. Il faut souhaiter qu'elle sera tout aussi attentive à la situation sur le marché des changes sous peine de freiner encore un peu plus la croissance dans la zone euro.

### 3. Royaume-Uni : objectif croissance

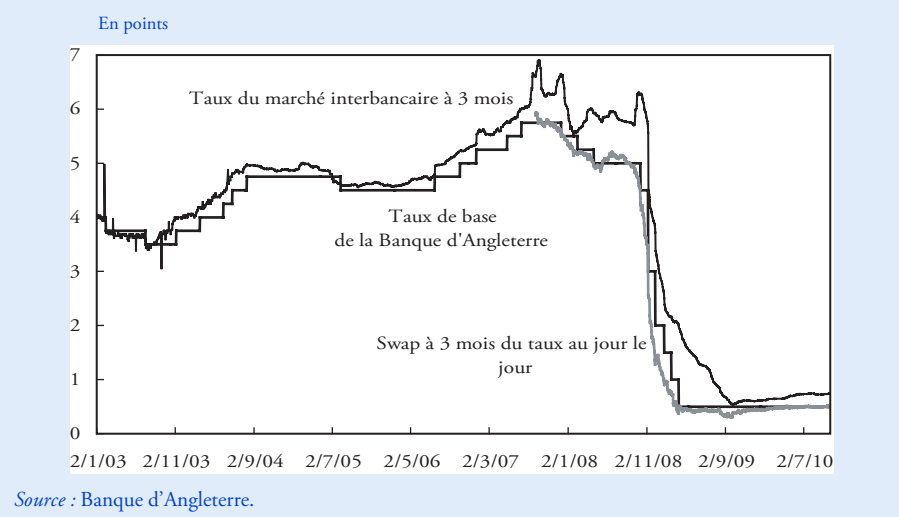
À l'automne 2010, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (CPM) maintient le cap, à la fois en ce qui concerne le taux directeur et les programmes d'achats d'actifs : le taux de base est resté fixé à 0,5 % depuis mars 2009 et le programme d'achats d'actifs à 200 milliards de livres sterling depuis novembre 2009.

Sur le marché interbancaire, les taux d'intérêt demeurent faibles bien qu'en légère augmentation depuis le printemps : ainsi, le taux à trois mois s'approchait de 0,75 % au début octobre, au lieu de 0,63 % il y a six mois (graphique 18). Sur les marchés obligataires publics, les bruits d'une possible dégradation de la notation britannique, qui avaient couru au printemps dernier lorsque les tensions ont commencé à monter sur les titres grecs, ont rapidement disparu. Ainsi, le taux d'intérêt sur les obligations publiques à dix ans n'était que de 3 % début octobre 2010, contre près de 4 % à la mi-mars. Cette baisse est du même ordre que celle observée dans les grands pays industriels sur la période (0,8 point en Allemagne, 1,4 point aux États-Unis). Compte tenu d'une inflation passée de 3,4 % en mars à 3,1% en septembre, le taux d'intérêt public à long terme est désormais proche de 0 % au Royaume-Uni.

La montée en charge de la politique non conventionnelle d'achats d'actifs est visible dans le bilan de la Banque d'Angleterre (graphique 19). L'actif de la Banque a atteint 250 milliards de livres sterling à la fin 2009, soit près de 18 % du PIB. L'actif n'a jamais retrouvé les niveaux les plus hauts lors de la crise du marché interbancaire, à l'été 2008 et l'on peut noter un léger amorçage de diminution de l'actif depuis le début de l'été 2010. Cependant, le dégonflement du bilan de la Banque d'Angleterre n'est toujours pas d'actualité, pour plusieurs raisons. Tout d'abord,

seule la Banque d'Angleterre sera susceptible de soutenir la croissance dans les prochains mois. Les déclarations récentes de David Cameron, Premier ministre britannique, illustrent clairement que le gouvernement souhaite confier à la seule politique monétaire l'objectif de soutenir la croissance à court terme<sup>4</sup>, alors que la politique budgétaire doit être consacrée uniquement au rééquilibrage des comptes publics, objectif de moyen terme. Par ailleurs, hors du Royaume-Uni, les risques d'une déflation prennent de l'ampleur, notamment aux États-Unis : si les grandes banques centrales cherchent à soutenir l'inflation dans les prochains mois en déployant de nouvelles mesures non conventionnelles et si les perspectives d'une hausse des taux directeurs s'éloignent dans les grands pays industriels, la tâche de la Banque d'Angleterre, axée sur la croissance, pourra se poursuivre plus aisément.

**Graphique 18 : Taux directeurs et taux du marché interbancaire au Royaume-Uni**



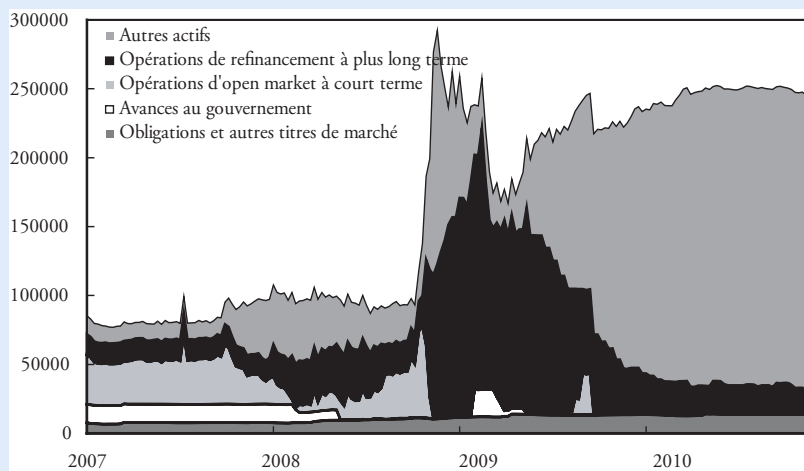
La politique économique britannique se trouve de fait dans une situation singulière au regard des années précédentes : l'austérité budgétaire programmée par le gouvernement fait que la politique monétaire reste seule à pouvoir soutenir la croissance, alors que le mandat donné à la Banque d'Angleterre en termes d'inflation n'est pas respecté, et n'est pas en passe de l'être à brève échéance. Depuis le début de la crise, l'inflation est restée supérieure à la cible de politique monétaire, fixée à 2, pour l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), avec une marge de +1/-1 %. L'inflation n'a pratiquement pas baissé depuis le début de la crise : elle était de 3,1 % en septembre dernier, contre 4,1 % en novembre 2008 (graphique 20). L'inflation a été soutenue jusqu'à une période récente par la baisse

4. « I have always been a fiscal conservative, but a monetary activist » David Cameron, Conférence de presse du 11 octobre 2010.

du taux de change effectif de la livre, puis par le relèvement de 2,5 points du taux normal de TVA en janvier 2010, annulant la baisse qui avait été introduite pour treize mois en décembre 2008 dans le cadre du plan de soutien à la croissance. Selon l'ONS, la hausse de 2,5 points du taux de TVA en janvier 2010 a eu un impact de 1,2 point sur l'indice des prix à la consommation. Hors fiscalité indirecte, l'inflation était de 1,6 % seulement en septembre dernier, contre 4,2 % en novembre 2008.

**Graphique 19 : Actif du bilan de la Banque d'Angleterre**

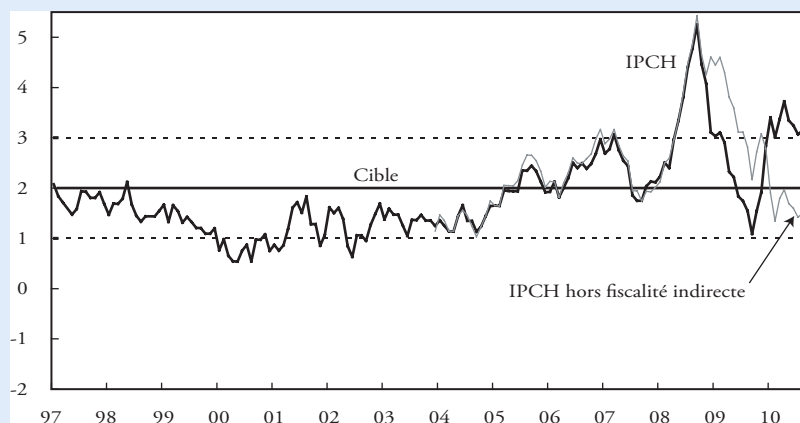
En millions de livres sterling



Source : Banque d'Angleterre.

**Graphique 20 : Taux d'inflation au Royaume-Uni**

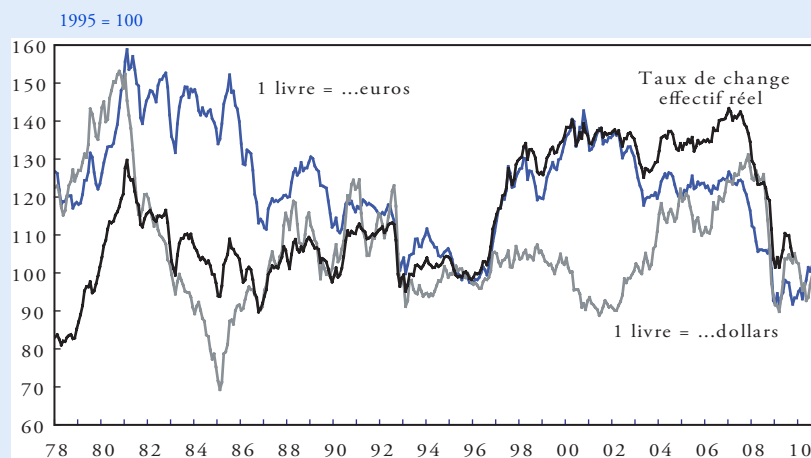
En %, m/m-12



Source : ONS.

De l'été 2007 à mars 2009, la livre sterling a chuté de 27 % par rapport à l'euro et de 30 % par rapport au dollar américain, soit une baisse de même ampleur en termes de taux de change effectif réel (graphique 21). Cette baisse a ramené la devise britannique à un niveau plus soutenable pour les exportateurs britanniques. Les parts de marché à l'exportation, après dix années de dégradation ininterrompue, se sont enfin stabilisées. Depuis mars 2009, la livre s'est appréciée de 12 % par rapport à l'euro pour s'établir à 1,21 euro en septembre 2010. Vis-à-vis du dollar américain, la livre a connu dans le même temps, d'abord une hausse plus marquée, suivie d'une baisse et au final une hausse de 11 % par rapport à mars 2009 en s'établissant à 1,57 livre pour un dollar en septembre. Nous avons retenu une hypothèse de stabilité du taux de change effectif réel de la livre d'ici la fin 2011.

**Graphique 21 : Taux de change de la livre sterling**

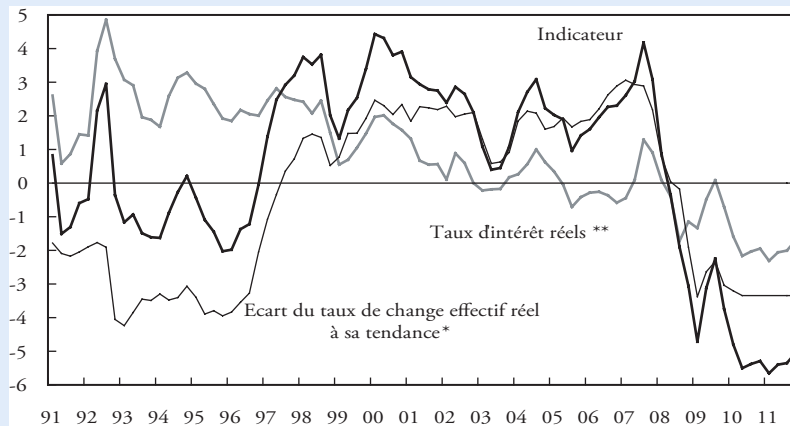


Sources : Banque d'Angleterre, FMI.

Selon la règle de Taylor, le taux neutre serait à l'automne 2010 voisin de 2,5 %, en intégrant une constante de 2,5 % pour refléter le taux d'intérêt réel d'équilibre, l'inflation à 3,1 % pour une cible de 2 % et un écart de production négatif de l'ordre de 9 points. Les conditions monétaires s'étaient fortement assouplies de l'automne 2007 au début 2009 (graphique 22), sous le double effet de la dépréciation du taux de change et des baisses de taux d'intérêt, bien que la crise bancaire ait dans un premier temps réduit l'impact de cet assouplissement en resserrant les conditions de crédit sur certains segments du marché. Elles se sont durcies au cours des deux trimestres suivants sous l'effet principal du ralentissement de l'inflation<sup>5</sup>. À l'horizon 2011, les conditions monétaires resteraient quasiment inchangées.



Graphique 22 : Conditions monétaires au Royaume-Uni



\* Pondéré par son poids dans l'indicateur (0,2).

\*\* Moyenne (taux d'intérêt public à dix ans /taux du marché interbancaire à trois mois) – glissement annuel des prix à la consommation – croissance lissée du PIB.

Sources : OCDE, calculs et prévision OFCE octobre 2010.

Depuis la fin 2009, l'économie britannique a retrouvé le chemin de la croissance : le PIB a augmenté de 1,2 % au deuxième trimestre 2010, après avoir enregistré une hausse de 0,4 % au premier trimestre comme au trimestre précédent. Mais l'économie reste en sous-emploi, avec une production inférieure de 11 points au niveau qu'elle aurait eu si la croissance s'était maintenue à son rythme d'avant la crise. Dans l'industrie manufacturière, les capacités de production inutilisées sont élevées, bien que le taux d'utilisation ait commencé à se redresser à partir du troisième trimestre 2009. Pour la première fois depuis le début de la crise, l'emploi a augmenté au deuxième trimestre 2010 (de 0,6 %). Ceci s'est accompagné d'une baisse de 0,2 point du taux de chômage (mesuré selon le concept du BIT) à 7,8 %, soit 2,6 points de plus qu'au début 2008. Avec une économie en sous-emploi et une hausse des salaires faible (de l'ordre de 1,7 % pour les salaires nominaux en rythme annuel), huit des neuf membres du CPM estiment qu'il n'y a pas de risque inflationniste et votent depuis plusieurs mois en faveur d'un *statu quo* de la politique monétaire. Un des membres pense que la reprise de la demande est suffisamment solide pour ne pas être compromise par la restriction budgétaire, mais craint que l'inflation ne reste durablement plus élevée, et souhaite donc d'ores et déjà une hausse de taux directeur de 0,25 %.

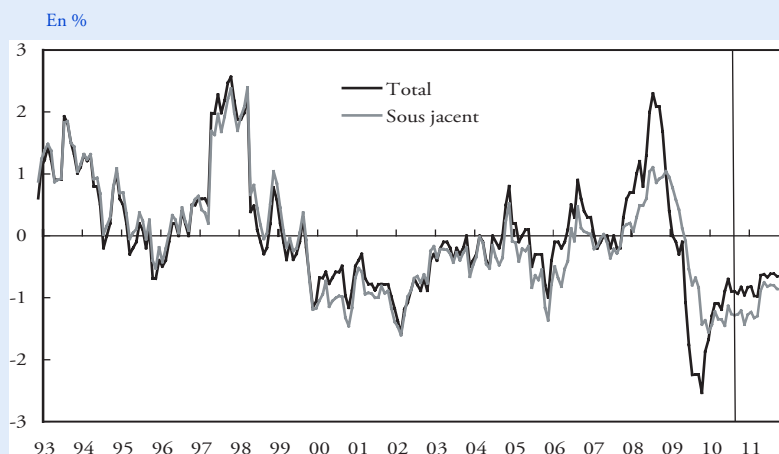
5. L'indice des conditions monétaires est calculé ici en prenant en compte l'IPCH. Ce dernier est affecté par la baisse du taux normal de TVA à la fin 2008, puis par les relèvements successifs du taux de TVA au début de 2010 et de 2011. Ces variations de fiscalité indirecte accentuent l'assouplissement des conditions monétaires en 2010 et 2011, après un durcissement plus important en 2009. Que l'on considère l'IPCH ou l'indice hors fiscalité indirecte, les conditions monétaires délivrent malgré tout un message similaire à l'horizon de notre prévision : elles sont plus détendues en 2010 et 2011 qu'elles ne l'étaient avant la baisse de TVA de 2008.

Nous faisons l'hypothèse qu'étant donné l'ampleur des restrictions budgétaires annoncées, le Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (CPM) continuera de soutenir la croissance, bien qu'il ne remplisse pas le mandat qui lui est fixé en termes d'inflation. En janvier 2011, le taux normal de TVA sera de nouveau augmenté de 2,5 points, ce qui maintiendra l'IPCH au dessus de 3 % pendant les premiers mois de l'année. Le CPM laisserait cependant son taux directeur à 0,5 % d'ici la fin 2011, tenant compte des capacités de production excédentaires et d'un taux de chômage élevé. La politique non conventionnelle d'achats d'actifs (200 milliards de livres sterling depuis novembre 2009) serait maintenue à l'horizon de notre prévision.

#### 4. Japon : aux grands maux les grands remèdes

Le Japon s'enfonce dans la déflation depuis le début de l'année 2009. L'indice des prix à la consommation a atteint un point bas à -2,5 % en glissement annuel en octobre 2009 à cause de la chute des prix du pétrole (graphique 23). Il est revenu à -0,9 % en août 2010, tiré par les prix de l'énergie et les prix agricoles. L'évolution de l'indice sous-jacent est plus inquiétante : il s'est enfoncé à un plus bas historique de -1,7 % en mai 2010. Cette contre-performance est à interpréter avec précaution car l'on estime à -0,5 point d'indice la contribution de la suppression des frais de scolarité pour les élèves du secondaire, effective en avril. L'effet de base ramènera le sous-jacent à -1,2 % en glissement annuel en avril 2011.

**Graphique 23 : Indice des prix à la consommation au Japon**



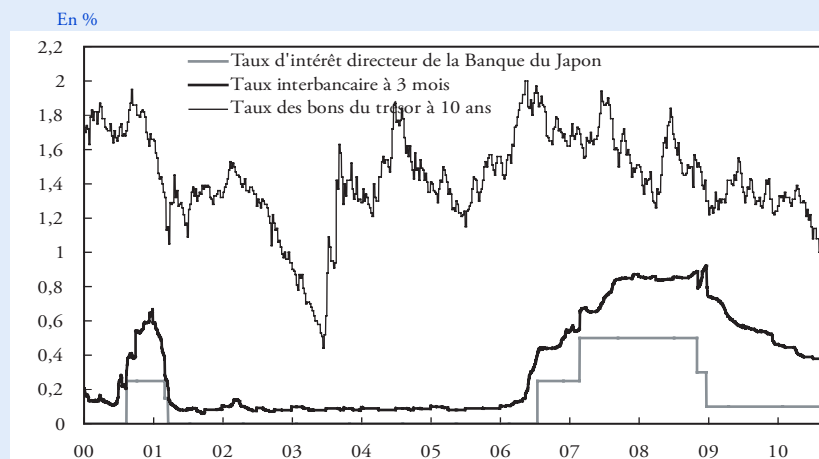
Sources : Statistics Bureau of Japan, prévision OFCE octobre 2010.

La situation n'en reste pas moins préoccupante. En période de déflation, les taux d'intérêt réels sont positifs, alors que la conjoncture nécessiterait des taux négatifs (graphique 24). Le rythme de croissance de l'économie japonaise a ralenti au

deuxième trimestre 2010. Les ressorts de croissance interne sont pauvres et l'appréciation du yen face au dollar (+15 % depuis le mois de mai 2010, +50 % depuis juillet 2007) pèse sur la compétitivité des exportateurs nippons et accentue la déflation en diminuant les prix des produits importés. Le rebond du PIB de 4,8 % en cinq trimestres n'aura que partiellement résorbé les surcapacités productives. La production industrielle se situe encore 15 % en dessous de son niveau d'avant crise. Le taux de chômage n'a augmenté que de 1,2 point depuis le début de la crise, mais on estime à 3 % de la population active le nombre de salariés maintenus dans l'emploi grâce au dispositif de chômage partiel. Le surcroît d'activité nécessaire pour générer de nouvelles tensions sur les prix semble aujourd'hui hors d'atteinte par la seule dynamique interne de la croissance.

Le Japon se trouve aujourd'hui en situation de trappe à liquidité. L'incapacité de la politique monétaire à stimuler l'économie par une baisse des taux d'intérêt est renforcée par l'incertitude des agents sur l'évolution des prix et de l'activité économique. La seule façon de détendre les conditions monétaires est d'ancrer les anticipations d'inflation sur un sentier positif, ce qui revient à s'engager à soutenir l'économie jusqu'à la fermeture de l'écart de production.

**Graphique 24 : Taux d'intérêt au Japon**



Source : Banque du Japon.

Dans cette optique, on ne peut que saluer l'action conjointe du gouvernement de Naoto Kan et du gouverneur de la Banque du Japon (Masaaki Shirakawa) pour tenter d'enrayer la hausse du yen et relancer l'économie. Deux nouveaux plans de relance ont été annoncés depuis la rentrée, pour un montant global de 1,2 point de PIB. Ils ne donneront pas lieu à de nouvelles émissions obligataires mais seront financés par des rentrées fiscales supérieures aux attentes (en particulier de l'impôt sur les sociétés) et des charges d'intérêt plus faibles que prévu. La Banque du Japon (BoJ) a quant à elle mis en œuvre un éventail important de mesures dans le but de limiter la hausse du yen et de détendre les taux d'intérêt longs.

**En juin 2010**, la BoJ a mis en place un nouveau dispositif de soutien au crédit, ciblé sur les entreprises actives dans des domaines prometteurs (R&D, santé, environnement, énergie, etc.). La BoJ leur consent, sous certaines garanties, des prêts à taux très bas (taux des liquidités au jour le jour) d'une maturité d'un an, renouvelables au maximum trois fois. Le montant total des prêts ne pourra dépasser 3 000 milliards de yen (0,6 point de PIB).

**Le 30 août 2010**, elle a lancé un dispositif de refinancement à taux fixe d'une maturité de six mois pour 10 000 milliards de yen (2 points de PIB) qui est venu s'ajouter à la facilité à trois mois pour un montant maximal de 20 000 milliards de yen (4 points de PIB) déjà en place.

**Le 15 septembre 2010**, la BoJ est intervenue sur les marchés des changes alors que la parité yen/dollar passait sous le seuil de 83 yen pour 1 dollar. Cette action, qui s'est déroulée le lendemain de la confirmation de Naoto Kan à son poste de premier ministre, à la suite du résultat des primaires au sein du Parti démocrate du Japon, avait une visée politique claire. Le Premier ministre cherchait à montrer qu'il utiliserait tous les instruments disponibles pour éviter une appréciation trop importante de la monnaie nippone. Le jour même de l'intervention, le taux de change est revenu à 85 yen pour 1 dollar, mais la victoire a été de courte durée. Dès le 20 septembre, le yen reprenait son mouvement d'appréciation pour atteindre le niveau de 81 yen un mois plus tard.

**Le 6 octobre 2010**, lors de la réunion du comité de politique monétaire, la Banque du Japon a revu à la baisse son évaluation de la situation économique au Japon et décidé de frapper un grand coup. Elle a adopté un plan d'assouplissement de la politique monétaire en trois actes : une baisse du taux directeur à zéro (contre 0,10 précédemment), ce qui n'était pas arrivé depuis 2006, l'ancrage de la politique de taux zéro dans la durée avec l'engagement de ne pas augmenter les taux d'intérêt tant que la stabilité des prix n'est pas acquise dans une optique de moyen terme (par stabilité des prix on entend une inflation comprise entre zéro et 2 %), et enfin une proposition d'établir un fond temporaire de 5 000 milliards de yen (1 point de PIB) destiné à financer des achats d'actifs (titres d'État pour 3 500 milliards, billets de trésorerie ou obligations d'entreprise pour 1 000 milliards, et le reste en actifs plus risqués comme des placements immobiliers japonais et des fonds négociés en bourse). Ce programme devrait être adopté le 28 octobre lors de la prochaine réunion du comité de politique monétaire. Son but est de soutenir le prix des actifs (et donc de faire baisser les taux longs) et d'injecter des liquidités directement dans le secteur privé.

Malgré cet activisme du gouvernement et de la Banque du Japon, les agents économiques restent frileux. L'augmentation de l'offre de crédit ne pourra être efficace que si la demande est au rendez-vous, ce qui n'est pas garanti. Selon une enquête réalisée par le ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie, si le taux de change se maintient au niveau de 85 yen pour 1 dollar, 80 % des entreprises interrogées développeraient leur production à l'étranger et 40 % d'entre elles délocaliseraient des unités de production dans d'autres pays.