

LES BANQUES CENTRALES AUX FRONTIÈRES DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

RÉSUMÉ

Les banques centrales ont occupé une place de premier plan en matière de politiques économiques après la Grande Récession. Elles ont repoussé les limites de la politique monétaire afin de compenser les effets de politiques budgétaires restrictives et de stimuler la croissance économique nominale. Contrairement à ce qui a souvent été dit, elles ne se sont pas résolues à créer de la monnaie en très grandes quantités. Toutefois, ce type de politique est désormais envisagé et pourrait constituer la prochaine étape d'une expérience monétaire sans précédent.



**Adrien
Pichoud**
Economist

“Confrontées à un fort niveau d'endettement et à une croissance au ralenti, les banques centrales se sont aventurées dans l'inconnu afin de stimuler la demande finale. Et leur périple ne semble pas encore terminé.”

Depuis la crise de 2008-2009, les banques centrales font preuve d'un activisme inédit. Avec le recours à de nouveaux outils tels que des achats massifs d'obligations, des interventions tout aussi massives sur le marché des change ou l'introduction de taux négatifs, les politiques monétaires sont progressivement devenues le principal levier de politique économique dans les économies développées. Ce faisant, les banques centrales ont progressivement dépassé leur rôle traditionnel de gestion de la masse monétaire et de prêteur en dernier ressort. Quelles sont les raisons qui les ont conduites à de telles extrémités, à peine imaginable il y a seulement 10 ans ? Les banquiers centraux sont-ils responsables de ce qu'un nombre croissant d'intervenants considère comme une dérive dangereuse ? Les politiques monétaires actuelles sont-elles source de risque ou de stabilité pour l'économie et le système financier mondial ? A quelle évolution doit-on encore s'attendre après les innovations des dernières années ? Autant de questions cruciales sur la place de ces institutions, qui sont plus que jamais au cœur des interactions entre économie et Bourse.

LE MÉCANISME DE CRÉATION DE LA MONNAIE

Pour décrire le rôle traditionnel d'une banque centrale, commençons par mettre à mal une idée reçue : l'essentiel de la monnaie en circulation dans une économie n'est pas créé par la banque centrale. Cette dernière n'émet directement qu'une partie de la monnaie physique (ou monnaie fiduciaire), les billets, tandis que l'émission de pièces de monnaie reste du ressort de l'Etat. Et l'ensemble de cette monnaie fiduciaire ne représente qu'une fraction de l'ensemble de la monnaie en circulation : 8% en Suisse, 10% dans la zone euro et aux États-Unis. Le restant, l'essentiel de la monnaie en circulation donc, est en fait dématérialisé (monnaie scripturale) et constitué des dépôts bancaires à vue ou à court terme. Cette monnaie scripturale est créée non pas par la banque centrale mais par les banques commerciales.

La banque centrale n'intervient en effet pas directement dans le processus de création de la monnaie scripturale par les banques. Ces dernières créent « à volonté » de la monnaie en

créditant électroniquement le compte d'un agent économique en contrepartie d'une créance qui figurera à l'actif de la banque (prêt immobilier, commercial...). Dans ce processus, la seule contrainte pour la banque commerciale est de respecter les ratios de capitalisation imposés par le régulateur : elle doit maintenir un niveau de fonds propres en adéquation avec la taille de ses actifs. Le financement de ces prêts et donc de cette création de monnaie provient pour partie des fonds propres (à hauteur du ratio de capitalisation imposé), pour partie des dépôts bancaires et enfin des marchés financiers sur lesquels les banques émettent des obligations.

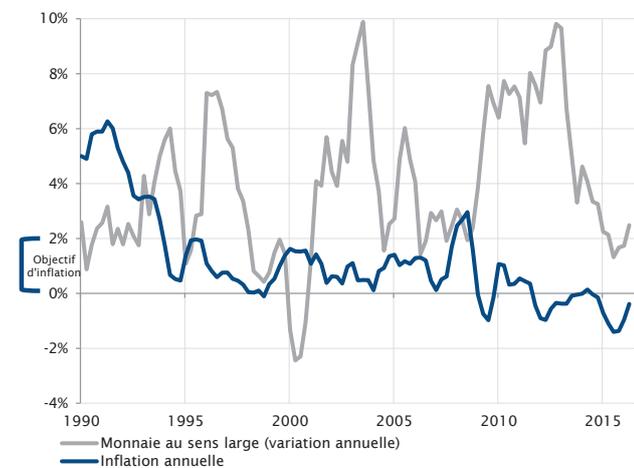
LE RÔLE DES BANQUES CENTRALES

La banque centrale a toutefois un instrument principal à sa disposition pour orienter le comportement des banques commerciales. Elle fixe le taux d'intérêt au jour le jour, dont dépendent les taux d'intérêt à plus long terme. En augmentant/abaissant le loyer de l'argent, elle décourage/encourage la demande pour des crédits et freine/stimule la création de monnaie par les banques commerciales. Celles-ci répercutent en effet logiquement les variations de leur coût de financement sur le taux des prêts qu'elles accordent. La banque centrale utilise ces leviers pour atteindre son objectif, défini par la loi. Pour les grandes banques centrales des pays développés (BNS, BCE, Federal Reserve), cet objectif est de maintenir ce qui est appelé la stabilité des prix, en fait un taux d'inflation légèrement positif pour faciliter l'activité économique, mais pas trop élevé pour ne pas éroder le pouvoir d'achat de la devise. L'obtention d'un taux d'inflation modestement positif est vu comme la meilleure contribution possible de la politique monétaire à l'activité économique en général, puisqu'elle crée un environnement où les décisions économiques (consommation, investissement...) ne sont pas influencées par l'anticipation d'une variation des prix des biens et services. Pour atteindre cet objectif et tenter de réguler le rythme de l'inflation, la banque centrale utilise le niveau des taux d'intérêt afin d'ajuster le rythme de distribution du crédit par les banques commerciales et ainsi s'assurer que la monnaie en circulation progresse au rythme nécessaire pour atteindre son objectif d'inflation.

Ce cadre général est commun à toutes les banques centrales mais le mandat qui leur est donné est plus ou moins étendu et précis. Si, dans les économies développées, l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique est devenue la norme, celle-ci reste soumise à un contrôle du Parlement national qui s'assure que la politique monétaire mise en œuvre va bien dans le sens de l'objectif défini. En plus de la conduite de la politique monétaire, la banque centrale a également pour tâche de promouvoir la stabilité du système financier, notamment en jouant le rôle de prêteur en dernier ressort pour éviter, en période de crise, qu'un manque de liquidités ne grippe le système et n'aggrave encore la situation. Une fonction que la crise de 2008/09 a largement mis en exergue.

Le mandat de la Banque Nationale Suisse est assez large. Il consiste en la conduite d'une politique monétaire «dans l'intérêt général du pays», tout en donnant la priorité à la stabilité des prix. Celle-ci est définie par la BNS comme un taux d'inflation annuel inférieur à 2% mais qui ne doit pas être durablement négatif. Ainsi, le principal déterminant de la politique monétaire de la BNS est le rythme de hausse des prix à la consommation et ses perspectives d'évolution à moyen terme. C'est ce qui l'avait conduite, en 2011, à intervenir sur le marché des changes pour instaurer le cours plancher de l'euro/franc suisse. En effet, l'appréciation du franc, de par son impact négatif sur la compétitivité internationale des entreprises helvétiques et les pressions baissières qu'elle exerçait sur les prix domestiques des biens importés, menaçait l'objectif de stabilité des prix, avec une baisse attendue du taux d'inflation en territoire négatif. Toujours afin de limiter l'appréciation du franc suisse, l'abandon du cours plancher en janvier 2015 a été accompagné de l'introduction d'un taux à court terme négatif.

Suisse - Inflation et variation annuelle de la monnaie en circulation



Source : Datastream

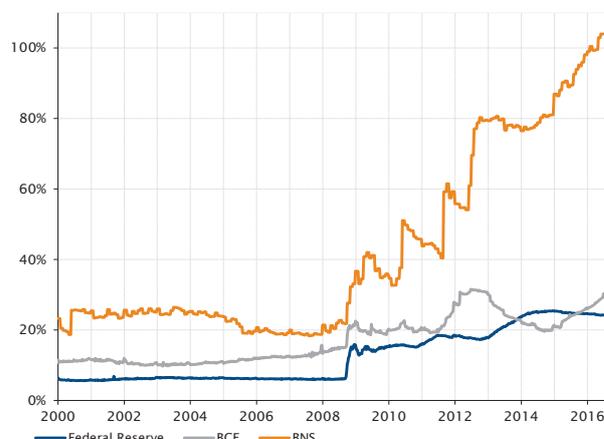
L'indépendance de la BNS est assurée par son statut de société anonyme dont les actions, nominatives, sont cotées en Bourse (détenues majoritairement par les cantons et banques cantonales, mais pas par la Confédération). Cette indépendance et son mandat sont encadrés par une loi spéciale (Loi sur la Banque Nationale), avec obligation de rendre compte au Conseil et à l'Assemblée fédérale.

La mission de la Banque Centrale Européenne est définie de manière plus précise et étroite mais est très proche de celle de la BNS: maintenir la stabilité des prix, définie comme un taux d'inflation inférieur mais proche de 2%. Quant à la Federal Reserve américaine, elle doit assurer un double objectif: non seulement la stabilité des prix (un taux d'inflation de 2% sur le long terme) mais aussi promouvoir un niveau d'emploi maximum. Elle est ainsi plus sensible que la BNS et la BCE à la croissance économique et au taux de chômage. Dans la pratique, toutefois, les politiques monétaires conduites par ces trois banques centrales sont assez similaires et la principale différence réside probablement dans la capacité de réaction, plus rapide en Suisse et aux Etats-Unis que dans la zone euro où les sensibilités nationales freinent parfois le processus de décision.

L'APPARITION DE POLITIQUES MONÉTAIRES NON-CONVENTIONNELLES

Ces trois banques centrales ont d'ailleurs eu recours, ces dernières années, aux mêmes types de politique, après avoir toutes trois été confrontées à un environnement de trop faible inflation ou de déflation. Après avoir abaissé à 0% leur taux directeur et face au besoin d'assouplir encore plus leur politique monétaire pour tenter d'atteindre leur objectif, elles ont procédé à d'importantes injections de liquidité dans le système financier, au travers d'achats d'actifs. Que ce soit, en Suisse, avec la défense du cours plancher de l'EURCHF ou, aux Etats-Unis et dans la zone euro, avec des achats d'obligations domestiques, les banques centrales ont considérablement augmenté la taille de leur bilan en accumulant des actifs dans des proportions inédites.

Taille du bilan des banques centrales en % du PIB domestique



Source : SYZ AM, Fed, ECB, SNB, Datastream, Bloomberg

Il s'avère souvent délicat de juger a posteriori du succès ou de l'échec d'une politique économique, compte tenu de l'impossibilité de savoir ce qui serait advenu si elle n'avait pas été implémentée. Toutefois, force est de constater que ces injections massives de liquidité n'ont pas eu l'effet escompté ou redouté sur l'inflation. Aux Etats-Unis, en Europe ou en Suisse, cette dernière est restée désespérément basse et même, par période, négative, nettement en dessous des objectifs d'inflation des banques centrales. C'est l'illustration même du fait que l'utilisation du terme «planche à billet», en référence à une création débridée de monnaie lui faisant perdre toute valeur, n'est finalement pas appropriée pour décrire le fonctionnement récent des banques centrales. On verra plus loin qu'elle pourrait le devenir un jour... En effet, si, mécaniquement, ces achats d'actifs ont conduit à une création de monnaie, cette monnaie n'est pas entièrement parvenue jusqu'à l'économie réelle. Les banques commerciales n'ont pas mis à profit ces liquidités disponibles pour effectuer des crédits aux ménages et aux entreprises, préférant les laisser sur le compte qu'elles ont auprès de la banque centrale ou l'investir sur les marchés financiers. La monnaie ainsi créée par la banque centrale n'a donc pas vraiment eu d'impact sur le niveau d'activité économique et le taux d'inflation.

Mais pourquoi une banque commerciale n'utiliserait pas ces liquidités mise à disposition à taux très bas pour exercer son activité de base, à savoir accorder des crédits avec une marge sur le taux final ? La réponse se trouve à la fois dans la faiblesse de la demande et dans une offre sous contrainte. De manière générales, des perspectives de croissance guère enthousiasmantes n'incitent pas ménages et entreprises à investir en s'endettant. Par ailleurs, le relèvement des niveaux de capitalisation requis pour les banques après la crise de 2008 oblige ces dernières à se montrer plus sélectives dans leurs décisions d'octroi de crédit. Contrairement à de nombreuses craintes, l'expérience récente a montré qu'il ne suffisait pas à la banque centrale d'injecter des liquidités dans le système financier pour augmenter la monnaie en circulation dans l'économie.

LES LIMITES DES POLITIQUES NON-CONVENTIONNELLES

Faute de demande et sans des banques commerciales capables de prêter, ces liquidités sont donc restées dans le système financier où elles ont, pour le coup, eu un impact sensible sur le prix des actifs ! En effet, la combinaison de taux à court terme très bas ou négatif et de l'abondance de liquidité gonfle les prix des obligations et des actions, les investisseurs étant prêts (ou obligés...) à prendre plus de risque pour générer des rendements positifs. Avec pour conséquence des taux d'intérêt à long terme à leur plus bas niveau historique dans toutes les économies développées et des marchés actions qui ont doublé ou plus depuis leur point bas de 2009.

En théorie, ce mécanisme fait également partie des canaux de transmission de la politique monétaire: des taux d'intérêt à long terme plus bas améliorent les conditions de financement des entreprises et des ménages; la hausse du cours des actions est censée stimuler la consommation des ménages via un effet-riche. Mais il n'est pas suffisant pour relancer à lui seul l'activité économique et l'inflation si le canal de distribution du crédit par les banques ne fonctionne pas correctement. La dichotomie frappante entre la forte hausse des prix des actifs financiers depuis 2009 et la relative faiblesse de la croissance, plus ou moins prononcée selon les zones, s'explique ainsi en grande partie par ce déséquilibre entre les canaux de transmission des politiques monétaires. Les flux de liquidités créés par les banques centrales se sont essentiellement portés vers les actifs financiers, favorisant l'endettement des acteurs pouvant se financer sur les marchés (grandes entreprises, économies émergentes etc.), mais très peu vers le crédit bancaire aux particuliers et aux petites et moyennes entreprises.

Pour autant, il ne faut sans doute pas trop blâmer les banquiers centraux, qui ne sont pas les seuls responsables des déséquilibres engendrés par leur politique monétaire. Dans un contexte de croissance et d'inflation très faible, leur mandat était (et est toujours) de tenter de redresser la trajectoire et le seul moyen pour une banque centrale d'y parvenir est d'assouplir sa politique monétaire. Une fois les taux à court terme à zéro (et avant de se résigner à sauter dans l'inconnu des taux négatifs), il n'y avait pas d'autre choix que de recourir à des politiques nouvelles.

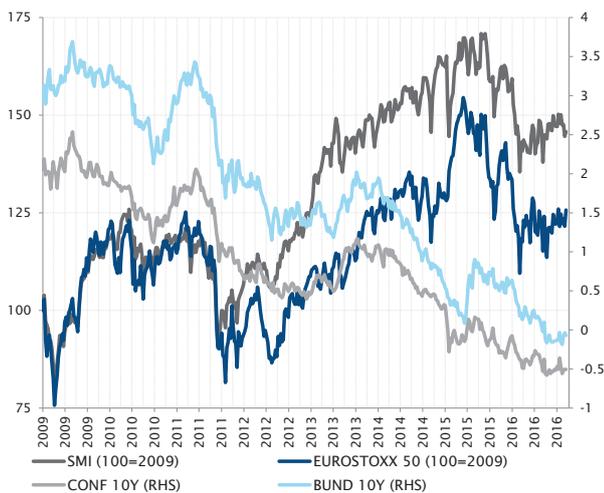
Le fait que le secteur bancaire n'ait pas joué son rôle de canal de transmission avec la même efficacité que par le passé n'est pas de la responsabilité des banques centrales. L'origine de ce dysfonctionnement, particulièrement en Europe mais également aux Etats-Unis, se trouve dans le resserrement (louable) de la régulation bancaire après la crise de 2008/09, qui a freiné l'offre de crédit. Il se trouve également dans l'attitude des Etats, dont les politiques budgétaires ont été restrictives durant toute la période (y compris aux Etats-Unis), freinant la reprise et pesant sur la demande de crédit. De fait, avec le choix fait par les gouvernements de freiner ou d'enrayer la hausse de la dette publique, les banques centrales et leur politique monétaire se sont retrouvées seules et en première ligne pour tenter de relancer l'inflation et l'activité dans des économies affectés par des problématiques structurelles (endettement élevé, démographie, surcapacités de production...) et conjoncturelles (politiques budgétaires restrictives). Comme aime à le répéter les banquiers centraux, la politique monétaire ne peut pourtant pas tout résoudre...

VERS L'UTILISATION EFFECTIVE DE LA PLANCHE À BILLET?

Aujourd'hui, après plusieurs années de politiques non-conventionnelles, la question de l'efficacité des politiques monétaires est posée. Aux Etats-Unis, où sept années de croissance, certes molle, ont tout de même permis un net recul du taux de chômage, l'inflation reste inférieure à l'objectif de la banque centrale et cette dernière ne parvient pas à normaliser sa politique comme elle le souhaiterait. La forte hausse de l'endettement domestique et étranger en dollar (principalement émergent) depuis 2009 fait que tout resserrement, même modeste, des conditions de crédit a des répercussions négatives immédiates sur les marchés financiers et l'activité. De plus, dans un monde où les autres banques centrales maintiennent des taux extrêmement bas, un relèvement des taux en dollar provoque inévitablement une appréciation de la devise qui a, elle aussi, des répercussions négatives sur les économies émergentes, les entreprises exportatrices américaines, mais aussi l'inflation domestique, alors même que la Fed souhaiterait la voir accélérer. En Suisse, même si la trajectoire de l'inflation semble s'améliorer, la force structurelle du franc suisse est une épée de Damoclès au dessus de la tête de la BNS, qui ne peut se permettre de normaliser sa politique monétaire sous peine de provoquer un nouveau mouvement d'appréciation de sa devise et de raviver les pressions déflationnistes.

Dans la zone euro, la BCE a dû étendre le spectre de son programme d'achat d'actifs à de nouveaux instruments pour tenter d'entretenir la fragile reprise en cours. Quant à la Banque du Japon, après avoir été la première à mettre en œuvre toutes ces politiques de taux zéro et d'achats d'actifs dans les années 2000, elle semble avoir atteint aujourd'hui les limites de ce qu'elle peut apporter avec ces instruments initialement non-conventionnels mais qui ont fini par le devenir. La prochaine étape dans l'expérimentation de nouveaux instruments sera peut-être justement l'utilisation effective et réelle de la planche à billet: pour stimuler la demande en s'affranchissant du canal de distribution bancaire du crédit, certains imaginant déjà les banques centrales distribuer directement aux consommateurs les liquidités qu'elles décident de créer, soit de manière électronique, soit via une distribution directe de billets de banque. Une manière de s'assurer que leur politique stimule bien l'économie plutôt que les marchés financiers !

Evolution des marchés actions et des taux gouvernementaux suisses et européens depuis 2009



Source : Datastream