

Un changement de politique monétaire de la part des banques centrales ?

Suite à la crise financière de 2008 les grandes banques centrales (Reserve Federal aux Etats-Unis, Banque centrale européenne, Bank of Japan, Bank of England) ont mis en place des politiques monétaires expansionnistes, afin de relancer l'activité économique et l'inflation. Les principales mesures ont consisté à baisser les taux directeurs (à 0 aux Etats-Unis et négatifs ailleurs) et à créer de la monnaie en rachetant des obligations (souveraines puis d'entreprises) aux institutions financières et/ou en mettant en place des programmes de prêts aux banques (LTRO dans la zone euro).

Ce déversement de liquidités (3500 milliards de dollars aux USA depuis 2008, 2000 milliards d'euros dans la zone euro, l'équivalent de 300 milliards d'euros en Grande Bretagne et de 3000 milliards d'euros au Japon) n'a eu qu'un impact limité sur l'activité économique et l'inflation. Afin de comprendre pourquoi, revenons sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire.

Les banques centrales ont deux moyens d'agir, soit à travers les taux directeurs (taux de rémunération des dépôts, taux de refinancement et taux d'escompte), soit en créant ou supprimant de la monnaie en circulation. Ces deux « outils » fonctionnant indépendamment. Dans les programmes de quantitative easing mis en place ces dernières années, les banques centrales créent de la monnaie pour pouvoir racheter des obligations aux banques et espèrent que ces sommes bénéficieront à l'économie, en augmentant le volume de prêts accordés par les banques.

Les banques, de leur côté, prêtent à moyen/long terme tout en utilisant des ressources à court terme (dépôts des épargnants, emprunts auprès des banques centrales...). Plus l'écart entre taux courts et taux longs est important, plus leur marge sur les prêts est élevée et plus elles sont incitées à prêter.

Or, contrairement aux attentes des banques centrales, les politiques monétaires de ces dernières années ont eu un impact plus important sur les taux à long terme que sur les taux courts, soit l'inverse de ce qui était attendu. Cet aplatissement de la courbe des taux comprime les marges des établissements bancaires et ne les incite pas à prêter.

Ainsi, aux Etats-Unis, les réserves excédentaires (les sommes au-delà des réserves obligatoires déposées auprès de la Fed) des banques américaines atteignent 2 200 milliards de dollars. Dans la zone euro, les réserves excédentaires ont dépassé les 1 000 milliards d'euros (malgré un taux d'intérêt négatif appliqué).

Le seul moyen d'inciter les banques à augmenter les prêts en circulation et de réellement contribuer à relancer l'économie est de « pentifier » la courbe des taux, afin de permettre aux établissements financiers d'augmenter leurs marges. Cette pentification peut être obtenue de 2 manières. Soit en laissant monter les taux longs tout en maintenant les taux courts aux niveaux actuels, pour ce faire les banques centrales pourraient racheter moins de titres obligataires à long terme. Soit en maintenant les taux longs sur les niveaux actuels tout en prenant de nouvelles mesures pour faire baisser encore plus les taux courts.

Si la pentification de la courbe des taux se produit, les banques récupéreront des marges de manœuvre pour transformer les liquidités injectées depuis des années en prêts aux agents économiques. La croissance et l'inflation en bénéficieront et il sera alors temps de revenir sur les valeurs bancaires en Bourse.

Evolution du bilan des Banques Centrales européenne (en vert, échelle de gauche), américaine (en bleu, échelle de droite) et japonaise (en rouge) depuis 2007

