

# POLITIQUE MONETAIRE, CYCLE FINANCIER ET STAGNATION SECLAIRE

## Un bilan des politiques monétaires non- conventionnelles

Natacha Valla  
CEPII

Mercredi 9 septembre 2015 – 14:00-17:00

- Politiques Monétaires Non-Conventionnelles (PMNC)
- Progressivement adoptées - depuis septembre 2008
- Large éventail de mesures
- Interrogations

# Un large éventail de mesures

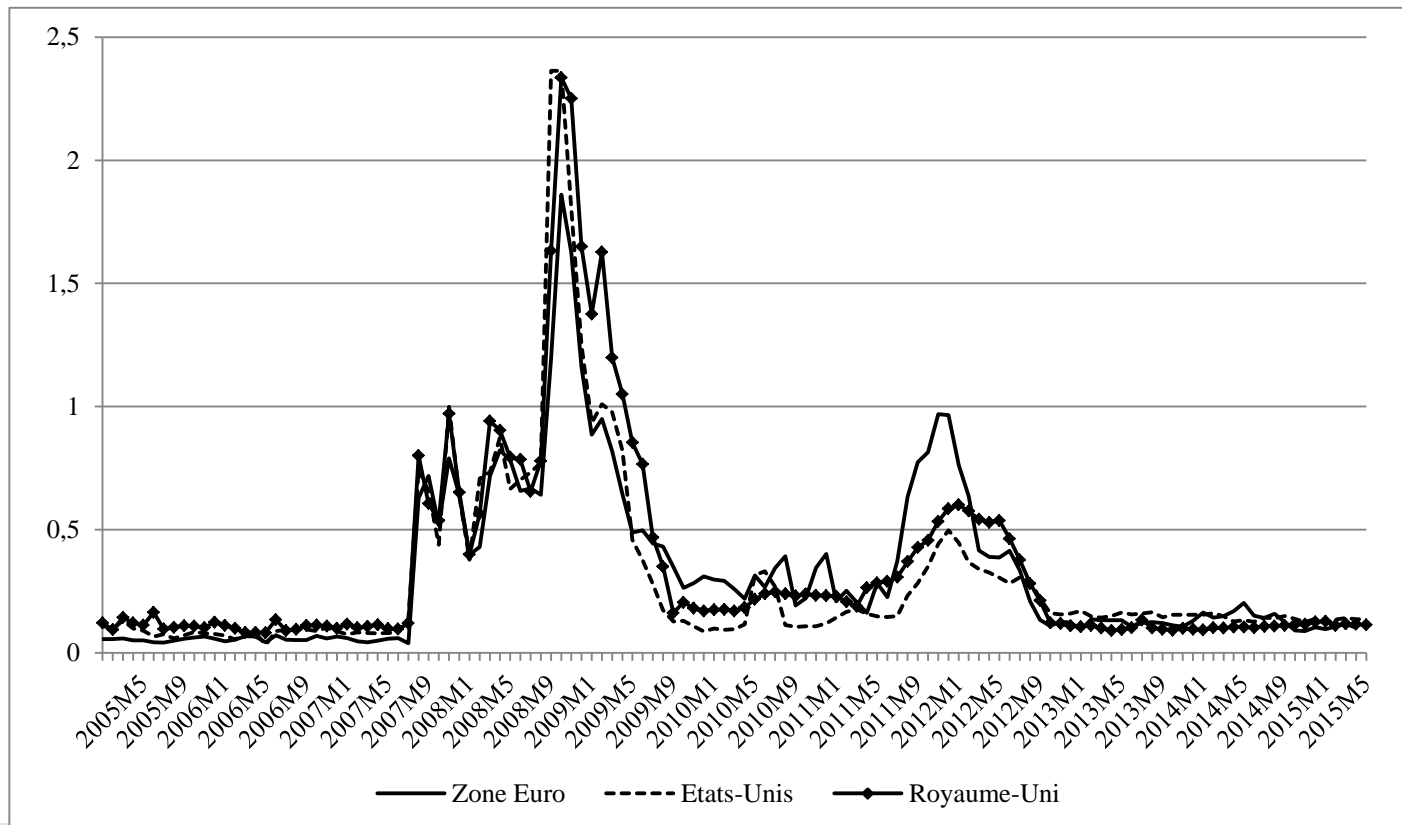
- Pourquoi « non-conventionnelles » ? En temps normal :
  - Fixation périodique d'un taux directeur
  - Refinancements à court terme
  - Volume des refinancements sans lien avec la politique monétaire
  - Approche « technique » des modalités d'injection monétaire (contreparties, gestion des risques, etc.)
- Deux formes de PMNC :
  - Usage non-conventionnel d'instruments usuels
  - Instruments nouveaux

# Usage non-conventionnel d'instruments usuels

- Mis en œuvre au début de la crise
- Rôle de « PDR »:
  - Garantir l'accès à la liquidité
  - Se substituer au marché interbancaire
- Allongement de la durée des refinancements (BCE, Fed)
- Refinancement « illimité » (BCE)
- Élargissement du cercle des contreparties  
(jusqu'à refinancer le shadow banking - Fed)
- Plus récemment : taux (légèrement) négatifs

# L'usage NC d'instruments usuels a été efficace...

- Pas d'effondrement économique et financier (cf Grande Dépression)
- Apaisement des tensions interbancaires (eg., taux d'intérêt OIS 3 mois)



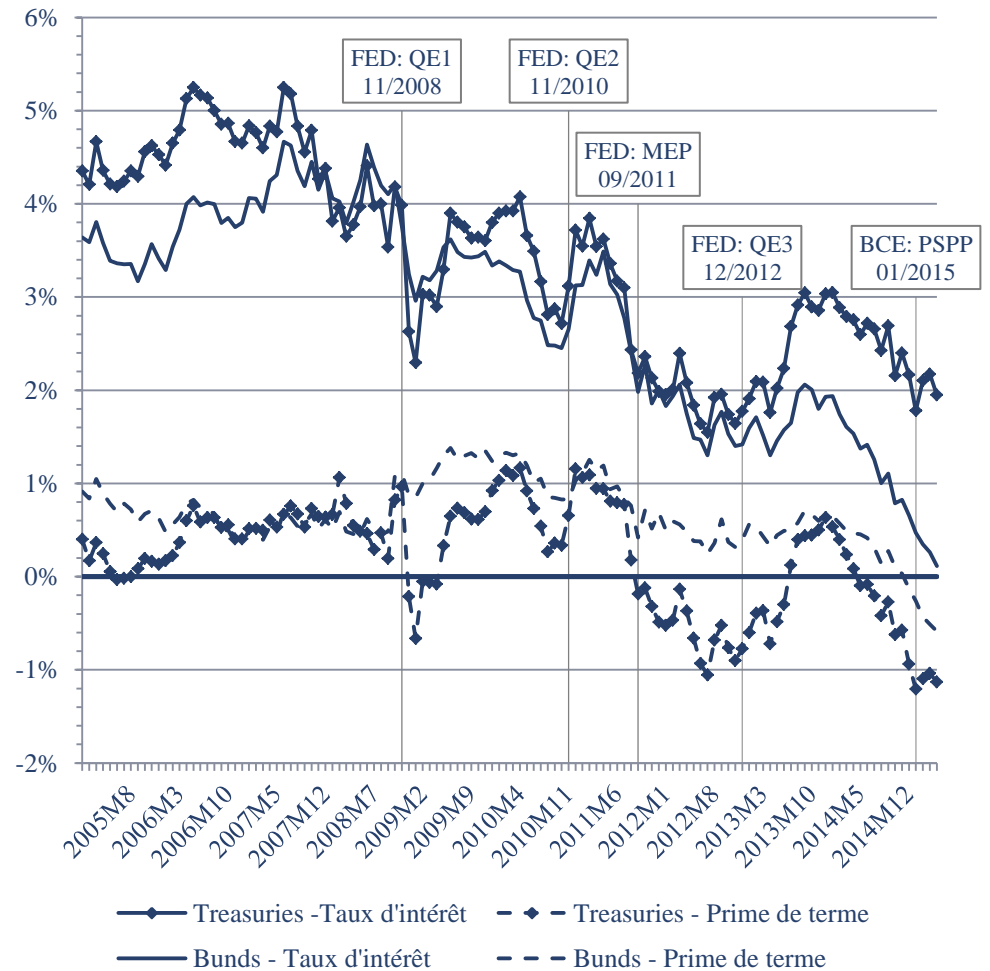
# ...mais il fallut passer à des instruments nouveaux...

- Problème : que faire au « ZLB » (taux zéro) ?
- Première réponse : forward guidance (influencer les taux d'échéance éloignées par guidage des anticipations)
  - Engagement plus ou moins fort de maintenir les taux au ZLB
  - Différentes formes :
    - Qualitative (Fed, 11/08 - 12/11 ; BCE, 03/13)
    - Durée déterminée (Fed, 01/12)
    - Adoption de seuils (Fed, 12/12)
  - Crédibilisé par refinancements à long terme à taux fixe (BCE, 09/14) et par achats d'actifs

# ...mais il fallut passer à des instruments nouveaux...

## • Second réponse: achats d'actifs (ou LSAP)

- Efficacité si imperfections de marché
- Largement pratiqués :
  - BoJ depuis 2001
  - Fed (QE1, 2 et 3, 11/08 – 10/14)
  - BoE (09 – 12)
  - BCE (EAPP, 03/15 – au moins 09/16)
- Effets sur les taux d'intérêt 10 ans



# ...et donc s'exposer à de nouveaux risques...

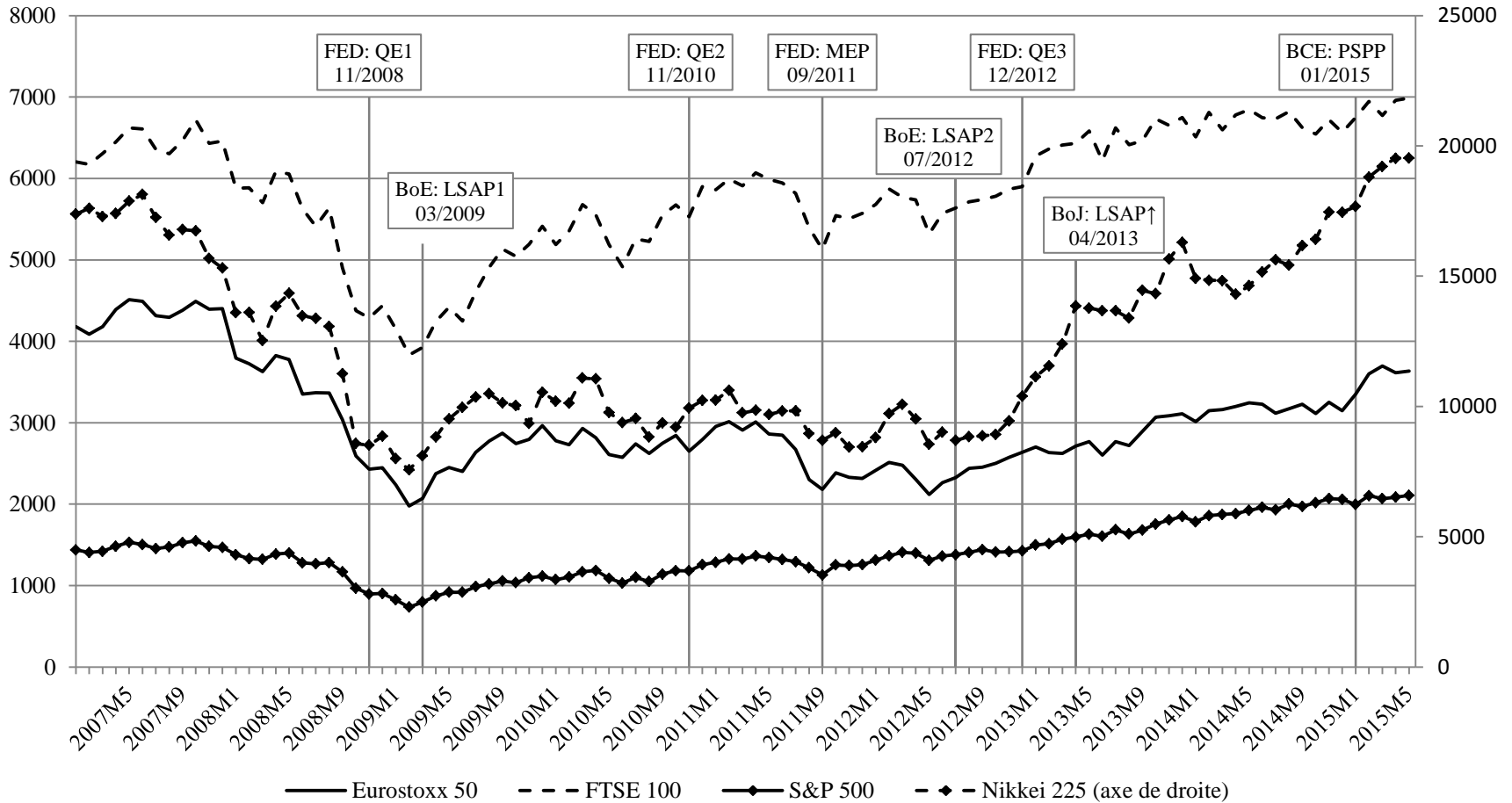
- Les PMNC comportent-elles des risques propres ?
- Comment gérer l'après-crise ?
- En régime permanent :
  - Revenir au statu quo ante (Exit) ?
  - Maintenir les PMNC (New Normal) ?



# ...et aux incertitudes du futur « régime permanent »...

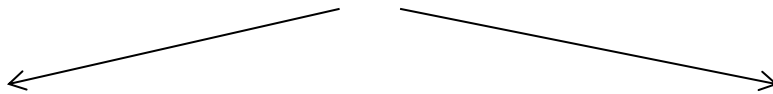
- Aléa moral lié aux interventions de PDR
  - Non-respect de la règle de Bagehot
  - Risque de bilan (politique de collatéral)
- Distorsions liées aux interventions de la BC sur les marchés
  - Primes de terme négatives (pénalisent l'épargne)
  - Formation de bulles ?

# Bulles de prix d'actifs ?



# ...et aux incertitudes du futur « régime permanent »...

- Achats d'actifs :
  - Annulation des effets par effet d'offre ? (les émetteurs)
  - Dominance budgétaire ? (les « spenders »)
  - Facteur décisif: « l'autre face » du Q.E. (les vendeurs)



Canal du « portfolio  
rebalancing »

Canal du « signaling »  
(sorte de « forward  
guidance » quantitative)

Mais « taper tantrum »  
post 2013

Quid de la zone euro?

# Y-a-t-il un « risque d'émission » lié aux LSAP ?

Stocks de dette souveraine, déficits, roll-over et émissions brutes (Allemagne, France, Italie, Espagne, 2015-2017)

	Stock of bonds end of 2014	Stock of bonds end-2015	Stock of bonds end-2016	Stock of bonds end-2017	Deficit 2015	Deficit 2016	Deficit 2017	Bonds maturing in 2015	Bonds maturing in 2016	Bonds maturing in 2017	Bonds' gross issuance 2015	Bonds' gross issuance 2016	Bonds' gross issuance 2017
	(EUR bn)				(EUR bn)			(EUR bn)			(EUR bn)		
Germany	1117	1135	1132	1125	-17.7	3.2	6.2	155	169	121	173	165	115
France	1358	1456	1536	1603	-98.3	-79.9	-67.1	122	141	142	220	221	209
Italy	1597	1651	1690	1718	-54.5	-38.7	-27.5	174	159	212	229	197	240
Spain	765	823	858	890	-57.5	-35.9	-31.7	106	107	103	164	143	135

	Central Government Bonds	General Government Bonds (excluding Central)	Total
	(EUR bn)		
Euro area	570	59	629
Germany	92	34	126
France	128	20	148
Italy	154	0	154
Spain	86	4	89

Emissions brutes, 1<sup>er</sup> semestre 2015

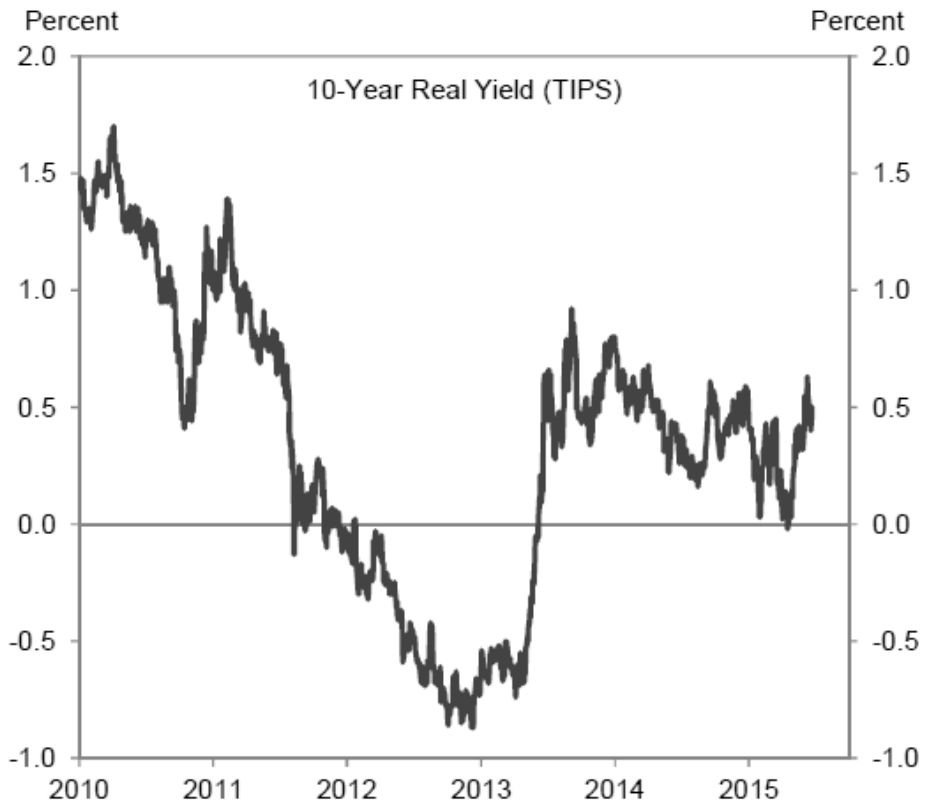
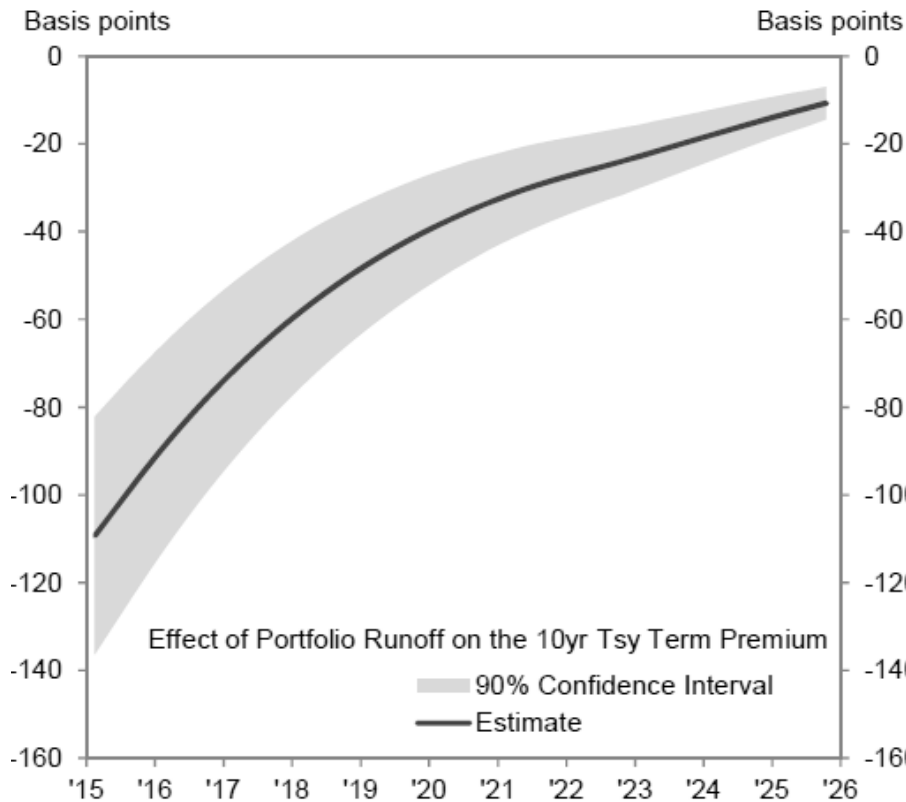
	ECB average monthly purchases	ECB total purchases 2015	ECB total purchases 2016	ECB purchases 2015/stock bonds end-2015	ECB purchases 2016/stock bonds end-2016	ECB purchases 2015/bonds' gross issuance 2015	ECB purchases 2016/bonds' gross issuance 2016
	(EUR bn)			(%)		(%)	
Germany	11.6	116.6	139.9	10.3	12.4	67.5	84.7
France	9.1	91.5	109.8	6.3	7.1	41.5	49.7
Italy	7.9	79.7	95.6	4.8	5.7	34.9	48.4
Spain	5.7	57.3	68.7	7.0	8.0	35.0	48.1

Achats BCE / Eurosysteme (PSPP)

# D'après la Fed, effet substantiel de la sortie du QE sur les taux longs, mais...

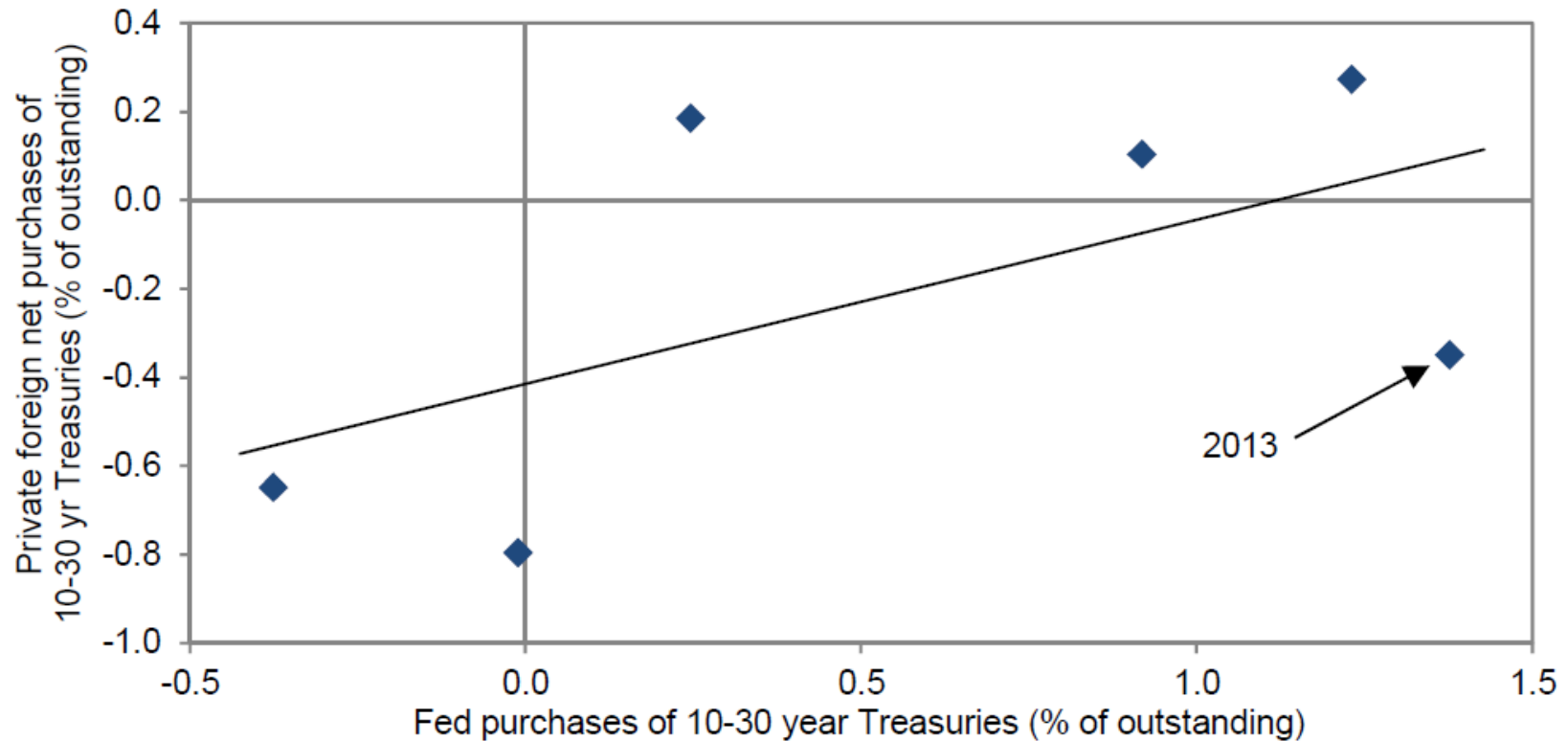
Effet estimé par la Fed d'un wind-off de ses portefeuilles sur la prime de terme à 10 ans...

...mais nous gardons en tête le « taper tantrum » de 2013, dont l'effet sur les taux fut persistant



# Des effets encore mal connus sur les flux financiers internationaux

Corrélation positive entre les achats de la Fed et les investisseurs privés étrangers  
(suggère qu'un canal "signaling" est à l'oeuvre)



Note: Annual data, 2009-2014.

# Exit ou « new normal », pêle-mêle

Gérer l'excédent  
structurel de liquidité

Réallouer le risque entre  
les gouvernements et la  
banque centrale

Effet récessif

Rendre prévisible la  
liquidation des  
portefeuilles tout en  
évitant le  
« precommitment »

Comprendre les  
nouveaux canaux de  
politique monétaire

Legacy debt

Jauger les « nouveaux »  
niveaux d'équilibre des  
taux réels, des primes de  
terme (endogénéité)

Financement  
monétaire

Guidage  
multidimensionnel des  
anticipations

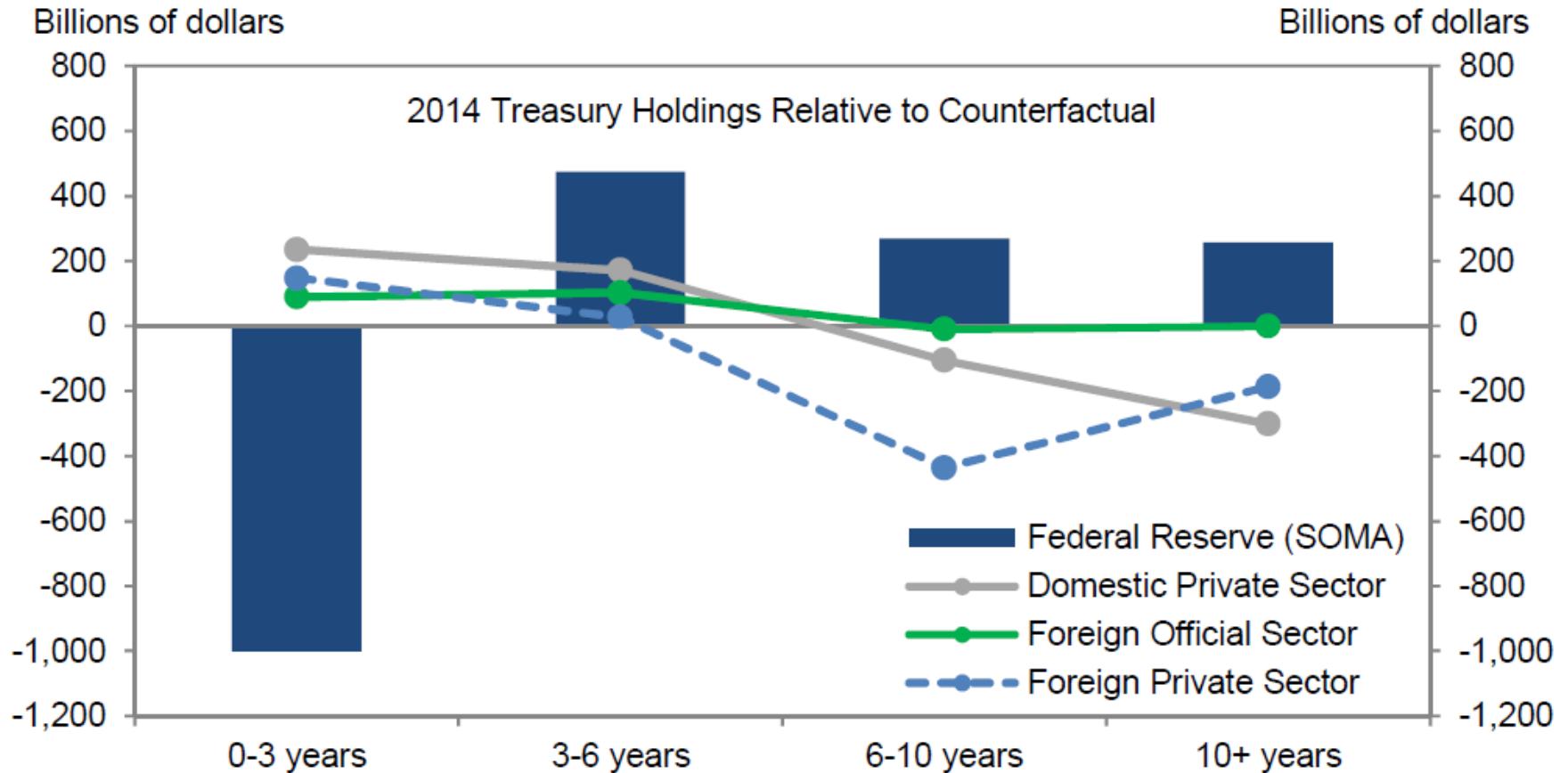
# En toile de fond :

- Banque centrale et stabilité financière
- Banque centrale et rôle budgétaire
- Banque centrale et supervision
- Banque centrale et macro-prudentiel

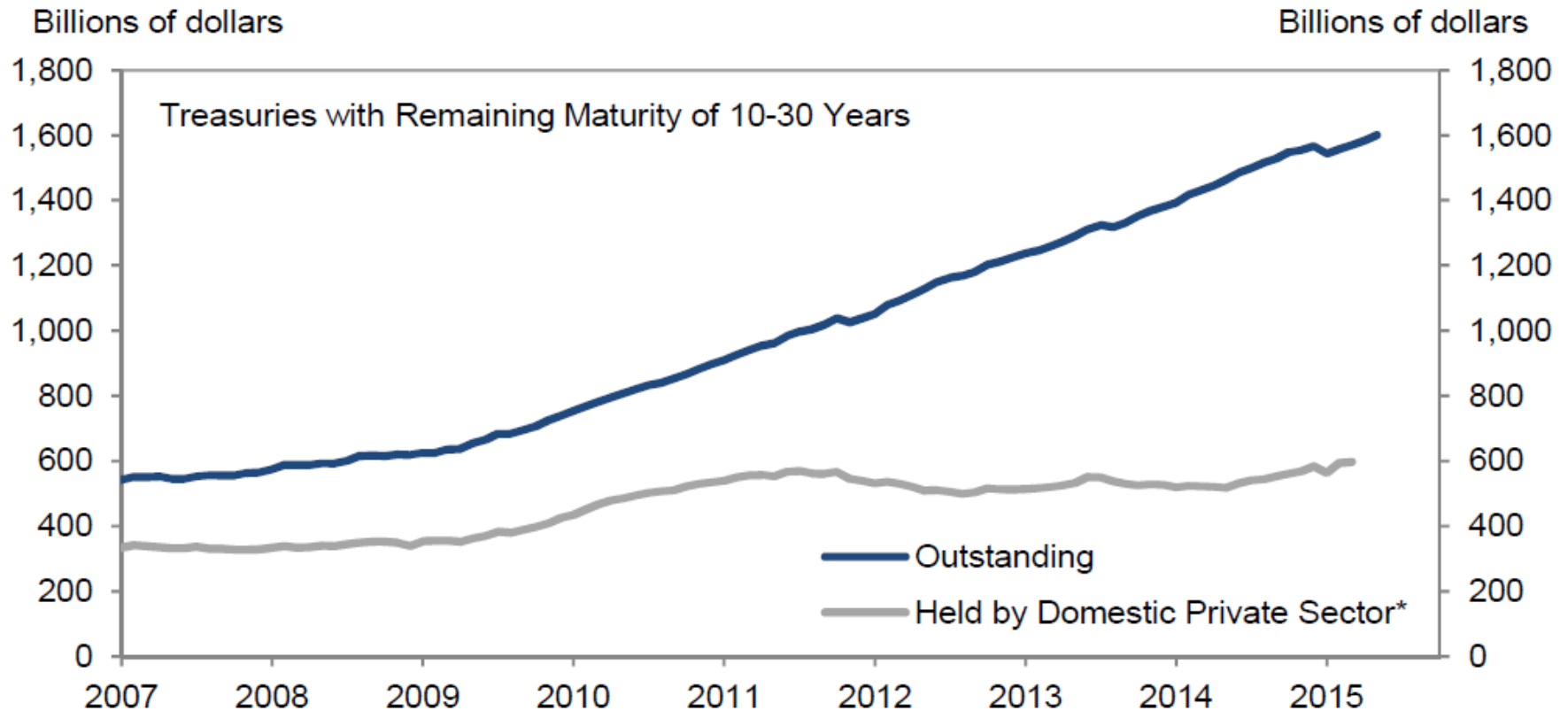


merci

# Annexe: qui a le plus ajusté ses portefeuilles suites aux achats de la Fed?



# Annexe: Les acheteurs privés domestiques achètent peu de Treasuries



# Annexe: Les ventes “twist” de la Fed ont été en partie absorbées par les dealers

