

Les Banques Centrales : sauveteurs ou provocateurs de crise ?

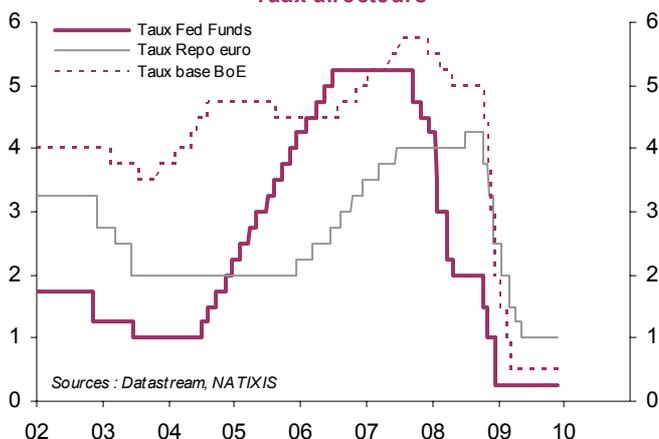
Le comportement des Banques Centrales des grands pays de l'OCDE depuis le début de la crise fait l'objet de commentaires qui vont en sens opposés : pour les uns, grâce à elles l'économie mondiale a évité un effondrement déflationniste ; pour les autres, elles ont mis en place les conditions de la prochaine crise financière avec le passage à des politiques monétaires incroyablement expansionnistes, renforcées par la réaction des pays émergents à l'affaiblissement ainsi provoqué du dollar.

Alors, les Banques Centrales ont-elles sauvé la planète, ou l'ont-elles condamnée à une nouvelle crise ? Nous pensons que les deux théories sont justes, à des horizons de temps différent et que, comme dans le passé, les Banques Centrales ne savent pas sortir assez vite des politiques excessivement stimulantes justifiées par les crises.

Des interprétations contradictoires

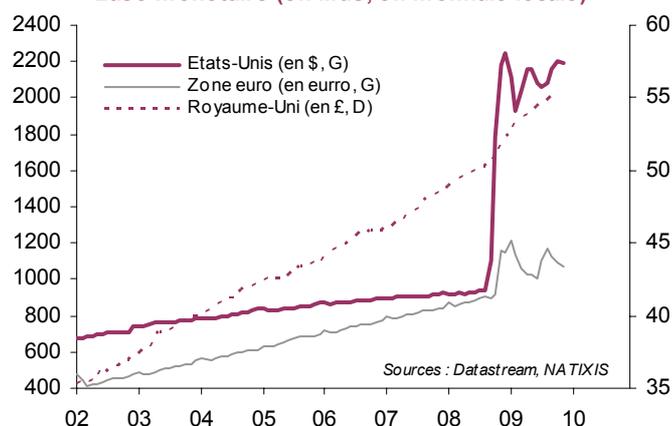
On lit aujourd'hui des analyses contradictoires sur le rôle des Banques Centrales pendant la crise. Pour les uns, la réaction rapide, violente et coordonnée des Banques Centrales (graphiques 1/2) a permis de sauver les banques, de faire redémarrer les marchés interbancaires arrêtés après la faillite de Lehman (graphique 3), d'éviter une très forte hausse des faillites d'entreprises, la hausse observée étant modérée (graphique 4) compte tenu de la chute de l'activité, de ramener la liquidité sur la plupart des marchés financiers (crédits, ABS, covered bonds, graphiques 5a/5b/5c) et ceci en quelques mois après la faillite de Lehman.

Graphique 1
Taux directeurs

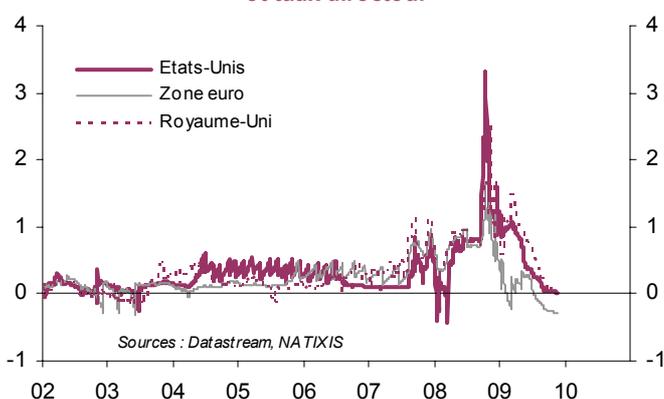


Graphique 2

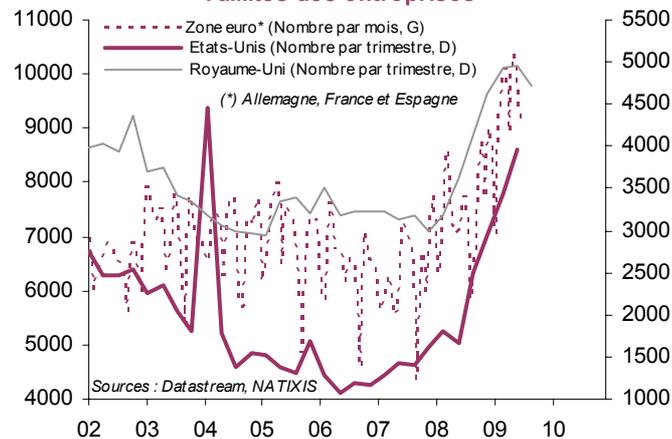
Base monétaire (en Mds, en monnaie locale)



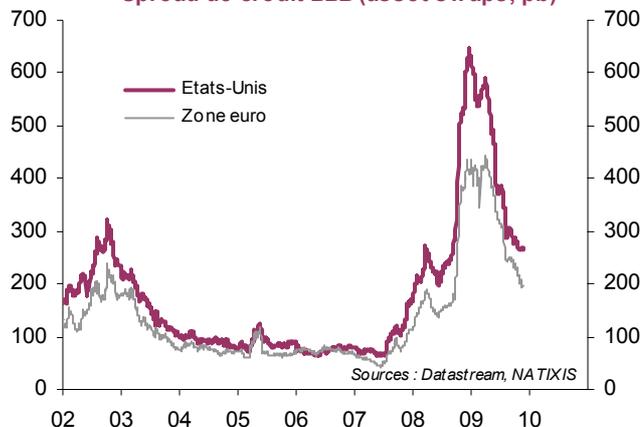
Graphique 3
Ecart entre taux 3 mois interbancaire et taux directeur



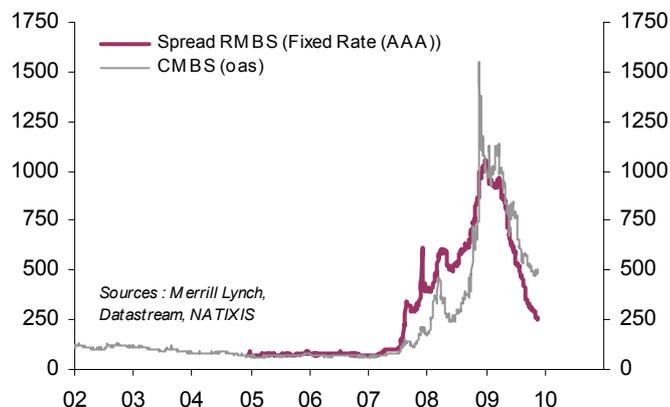
Graphique 4
Faillites des entreprises



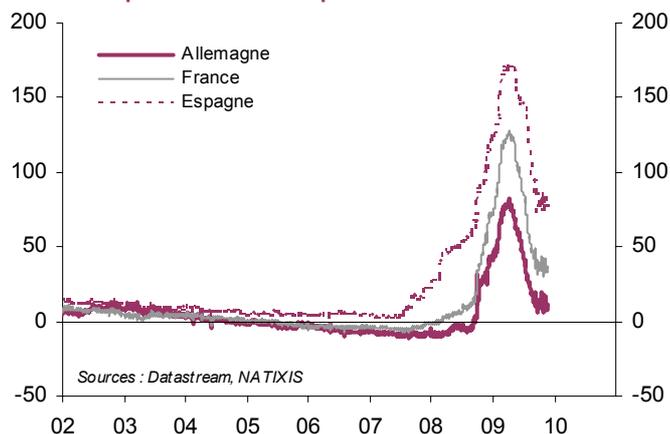
Graphique 5a
Spread de crédit BBB (asset swaps, pb)



Graphique 5b
Etats-Unis : spreads % swaps (en pb)

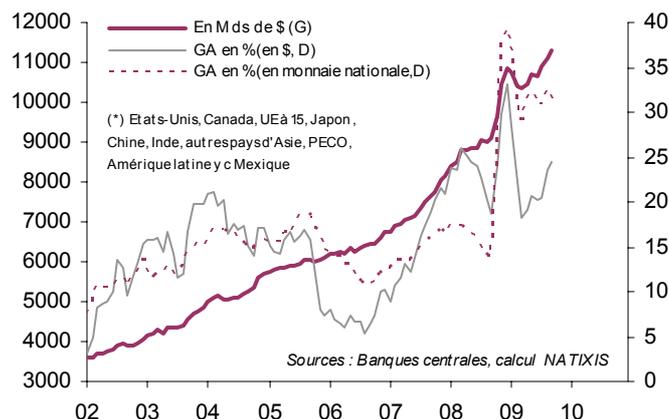


Graphique 5c
Spread contre swaps des covered bonds

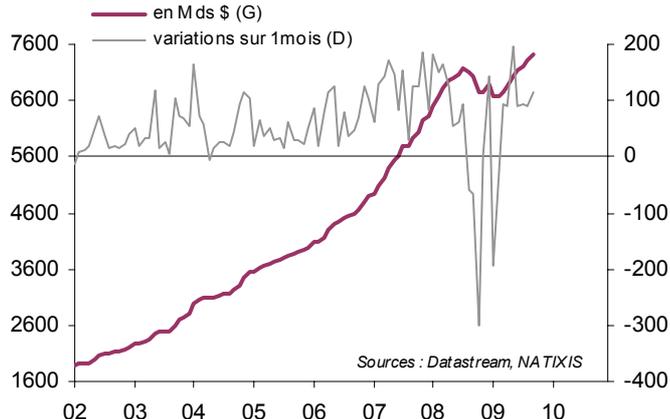


Pour les autres, les Banques Centrales mènent des politiques irresponsables : la croissance de la liquidité mondiale (graphique 6) n'a jamais été plus rapide (plus de 30 % par an), avec le cumul des politiques monétaires très expansionnistes vues ci-dessus dans les pays de l'OCDE et de l'accumulation de réserves de change massives dans les pays émergents et exportateurs de pétrole (graphique 7).

Graphique 6
Base monétaire mondiale (*)

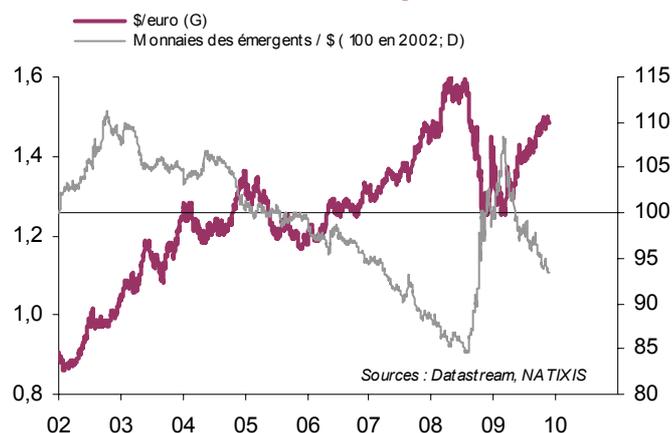


Graphique 7
Réserves de change mondiales (en Mds \$)



Ces pays sont en effet à nouveau confrontés à la **faiblesse potentielle du dollar (graphique 8)**, et pour l'éviter ils doivent acheter massivement (100 à 200 milliards de dollars chaque mois) des actifs en dollars, payés par la création monétaire dans ces pays.

Graphique 8
Taux de change



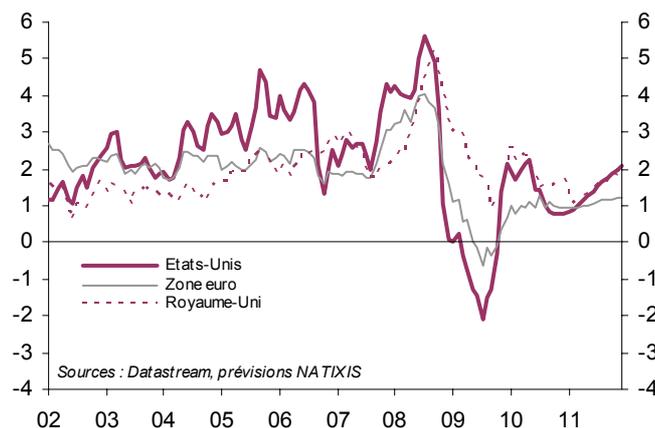
Les effets de l'excès de liquidité

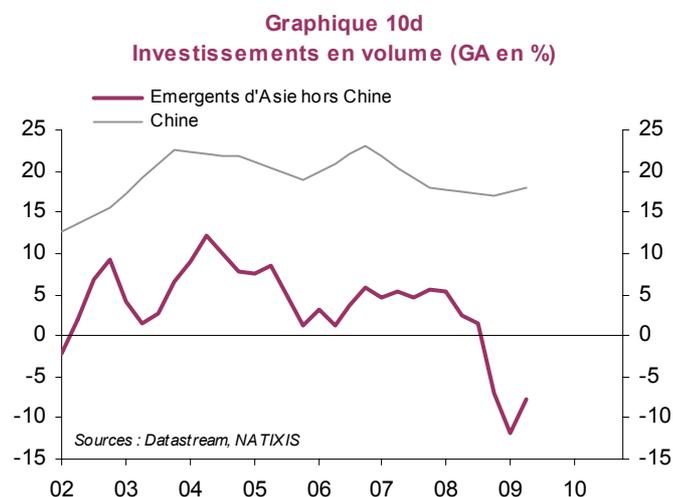
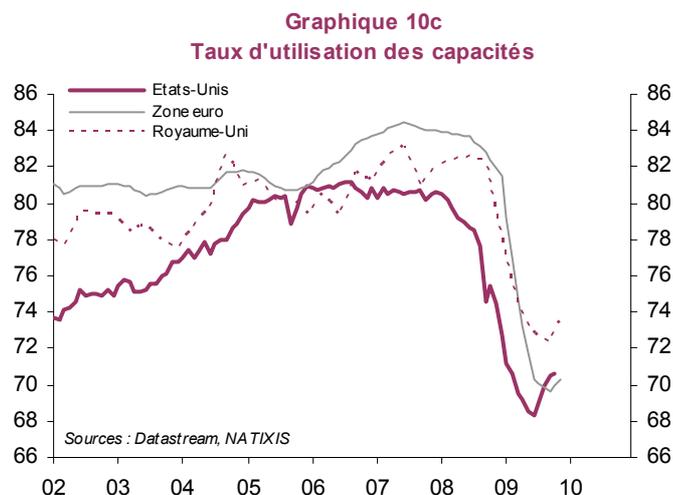
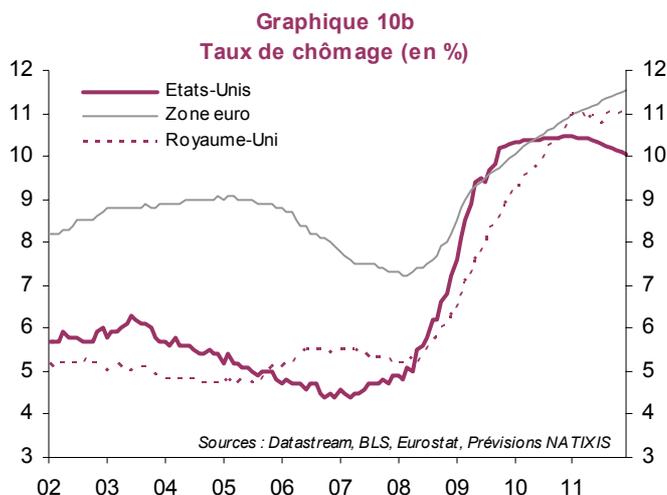
L'**excès de liquidité mondiale** (le stock de liquidités créé par les Banques Centrales représentait 7 % du PIB mondial au début des années 1990, près de 20 % aujourd'hui, **graphique 9**) certes ne peut pas conduire aujourd'hui à l'inflation (**graphique 10a**), avec le niveau très élevé du chômage (**graphique 10b**), le niveau très faible de l'utilisation des capacités de production (**graphique 10c**), l'excès d'investissement et de capacités en Asie, particulièrement en Chine (**graphique 10d**).

Graphique 9
Monde : base monétaire
(en % du PIB mondial en valeur)



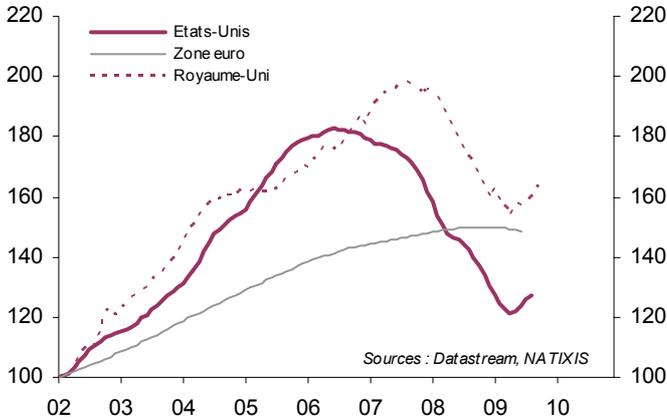
Graphique 10a
Inflation (inflation, GA en %)



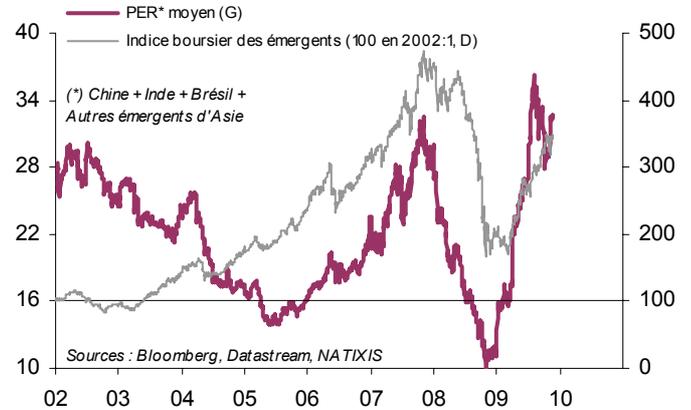


Tant que l'économie mondiale connaît une situation **d'excès massif d'offre de biens, le lien entre monnaie et inflation est coupé**. Mais, après avoir conduit à la **bulle immobilière, (graphique 11)** et à la crise lors de l'explosion de cette bulle, déjà **l'excès de liquidité fait apparaître de nouvelles bulles** : hausse énorme des cours boursiers dans les pays émergents (**graphique 12**), des prix des matières premières (**graphique 13** ; le dollar vaut 80 \$ le baril alors que la situation objective du marché du pétrole), excès de capacité, (**graphique 14a**), excès de stocks, (**graphique 14b**) justifierait un prix de l'ordre de 30 \$, appréciation beaucoup trop rapide à nouveau des devises des pays émergents (Corée, Brésil, Inde..., **graphiques 15a/15b**), en attendant sans doute que les bulles sautent sur d'autres actifs.

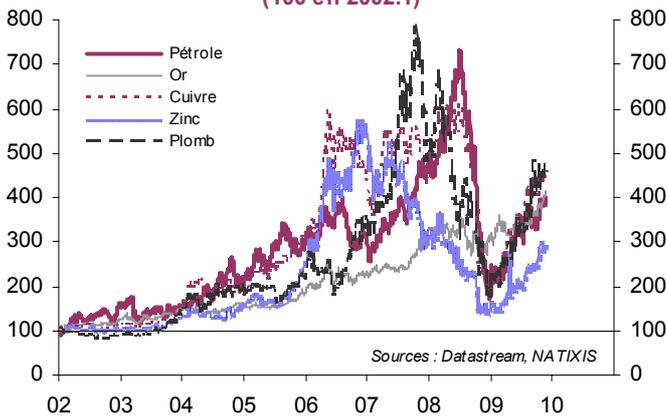
Graphique 11
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



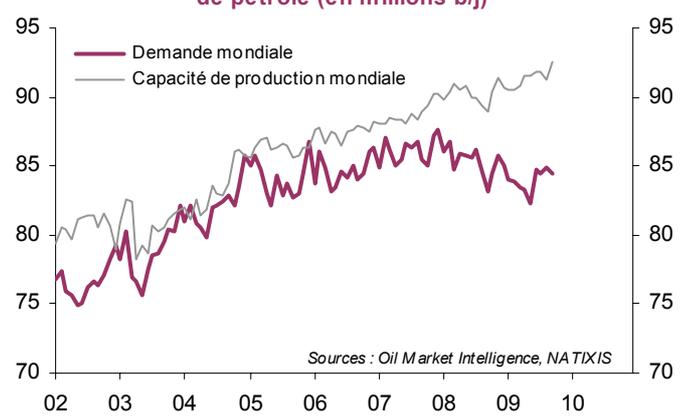
Graphique 12
Ensemble des émergents yc Russie et OPEP :
indice boursier et PER



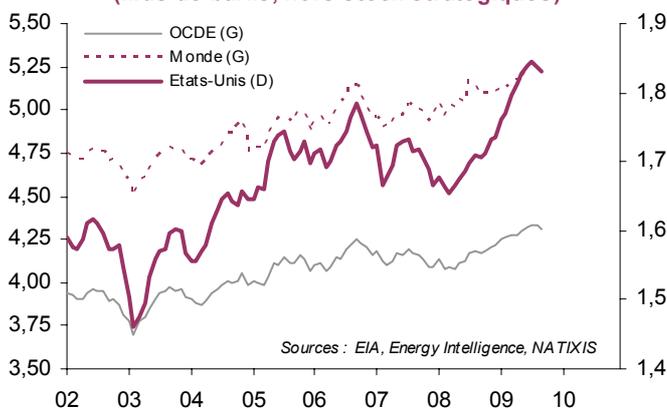
Graphique 13
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



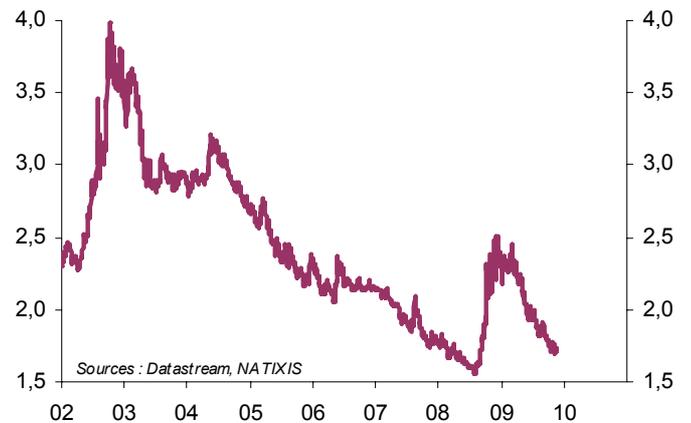
Graphique 14a
Capacité de production et demande Mondiales
de pétrole (en millions b/j)



Graphique 14b
Stock de pétrole
(Mds de barils, hors stock stratégiques)



Graphique 15a
Brésil : taux de change contre le \$



Graphique 15b
Taux de change contre le \$



Le coût économique de ces distorsions est considérable : mauvaise allocation de l'épargne vers des actifs spéculatifs ; déstabilisation des économies des pays émergents par les variations brutales de leurs taux de change. **Alors, qui a raison ? Les Banques Centrales ont-elles sauvé la planète, ou sont elles en train de plonger la planète dans un nouveau chaos avec l'explosion future des nouvelles bulles ?**

Les deux thèses sont correctes

En réalité, **les deux thèses sont correctes, à condition de spécifier l'horizon de temps**. Après la faillite de Lehman, les Banques Centrales ont clairement évité une catastrophe ; de façon étonnante, elles ont oublié leur conservatisme naturel et sont passées à des politiques nouvelles « non conventionnelles » (**tableaux 1 et 2**) : achats d'actifs financiers (obligations publiques mais aussi actifs financiers complexes) pour faire baisser les taux d'intérêt, injections directes de liquidités dans les comptes des banques, très grand élargissement de la liste des actifs acceptés dans les opérations des Banques Centrales, prêts d'urgence aux institutions financières, etc...

Tableau 1

Listes des politiques monétaires non conventionnelles des Banques Centrales

Etats-Unis

Les mesures de la politique monétaire non-conventionnelle de la Fed	Montant dans le bilan de la Fed à 12/11/2009 (\$Mds)	Début	Fin (prévu)
Programmes des prêts à court terme aux institutions financières			
Fenêtre de l'escompte (primary credit)	20,8	17/08/2007*	Pas de date fixée de retour vers les spreads et les échéances habituelles
Swap de liquidité avec les banques centrales	29,1	12/12/07	01/02/10
Le TAF (Term Auction Facility)	109,5	12/12/07	Pas de date d'expiration fixée
Le PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	0	16/03/08	01/02/10
TSLF (Term Securities Lending Facility)	0	11/04/08	01/02/10
L'ABCP MMMF ou AMLF (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)	0	19/09/08	01/02/10
Programmes des prêts ciblés			
Le CPFF (Commercial Paper Funding Facility)	14,4	07/10/08	01/02/10
Le TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) (limité à 1\$ trillion)	43,1	25/11/08	30/06/2010**
Programmes d'achat des titres			
Des titres du Trésor (limité à 300 \$Mds)	766,5	24/03/09	Fini
De la dette des agences (limité à 175 \$Mds)	148,1	25/11/08	31/03/10
Des MBS (limité à 1,25 \$ trillion)	774,8	25/11/08	31/03/10
Les prêts d'urgence			
Bear Sterns	26,3	14/03/08	Pas de date fixée
AIG	38,5	16/09/08	Pas de date fixée

* La baisse du spread entre le taux des Fed Funds et le taux d'escompte, la hausse de l'échéance des prêts

** Pour les prêts garantis par les nouveaux émis CMBS, sinon jusqu'au 31/03/2010

Zone Euro

Pour la BCE, les mesures non conventionnelles sont appliquées dans le cadre du « soutien renforcé du crédit », et sont au nombre de 5 :

- 1) Les OPR sont effectuées par le biais d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe (refi, avec possibilité d'ajouter un spread), la totalité des soumissions étant servie.
- 2) Elargissement de la liste des actifs éligibles aux opérations de politique monétaire (collatéraux)
- 3) Allongement des opérations de refinancement à long terme, jusqu'à un an.
- 4) Fourniture de liquidité en devises
- 5) **Programme d'achat d'obligations sécurisées, pour un montant de 60 Mds €, qui devrait être totalement accompli à fin juin 2010 au plus tard (pour l'instant achat à hauteur de 23 Mds €)**

Royaume-Uni

Special liquidity Scheme	Echange de Bills contre collatéral (essentiellement composé de titres hypothécaires). 185Mds£ de Bills ont été échangé dans ce programme	3 ans à partir de la fin de la période de tirage (i.e. jusqu'au 30 janvier 2012).
Asset Purchase Facilities	Achat d'actifs par la BoE Montant actuel: 200 Mds£	Pas de date de sortie prévue.

Source : Natixis

Tableau 2

Etats-Unis :

Programme d'achats d'obligations des agences et des RMBS par la Fed.

- Achats de 1250Md\$ de RMBS d'agences
- Achats de 175Md\$ de titres d'agences
- Achats de titres du Trésor à hauteur de 300Md\$

TALF : programme de financement des ABS (student loans, car loans, consumer credit)

- Financement jusqu'à 1 trillion pour aider les émetteurs d'ABS

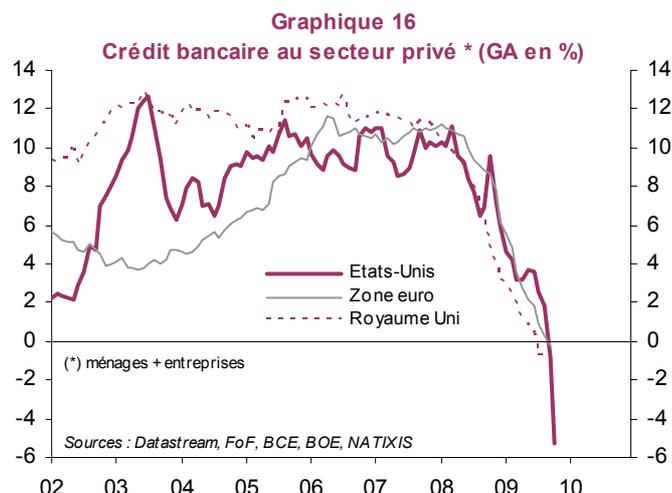
Royaume-Uni :

Le programme «Asset Purchase Facility » (APF) autorise la BoE à acheter des titres du secteur privé (commercial paper, corporate bonds, titres émis sous le programme Credit Guarantee Scheme (CGS), prêts syndiqués et ABS créés dans des structures viables, Secured Commercial Paper) et des Gilt, financés par une augmentation des réserves.

Le plafond, initialement fixé à 150Mds£ a été relevé par deux fois de 25 Mds£ (avec l'autorisation préalable du Chancelier de l'Echiquier), en août puis en novembre. Il s'élève actuellement à 200Mds£.

Source : Natixis

Sans cette réaction, qui de plus a été coordonnée (par exemple, la Réserve Fédérale a prêté des dollars aux autres Banques Centrales pour qu'il n'y ait pas de crise de liquidité sur le dollar en dehors des Etats-Unis) beaucoup de banques auraient disparu, le crédit se serait totalement arrêté (la situation présente étant déjà sérieuse, **graphique 16**), ainsi que les marchés financiers.

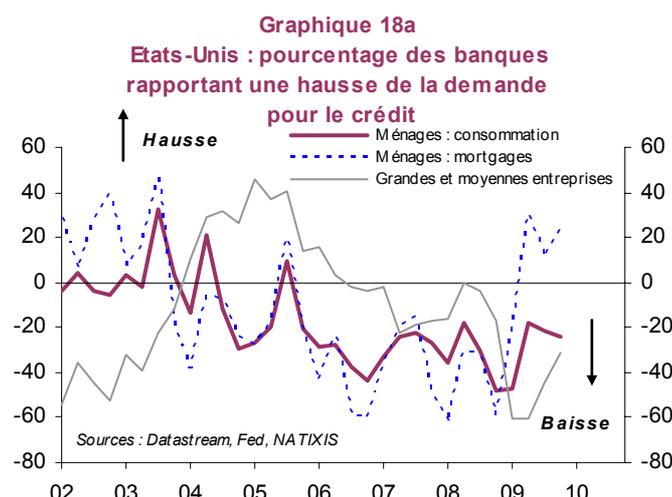
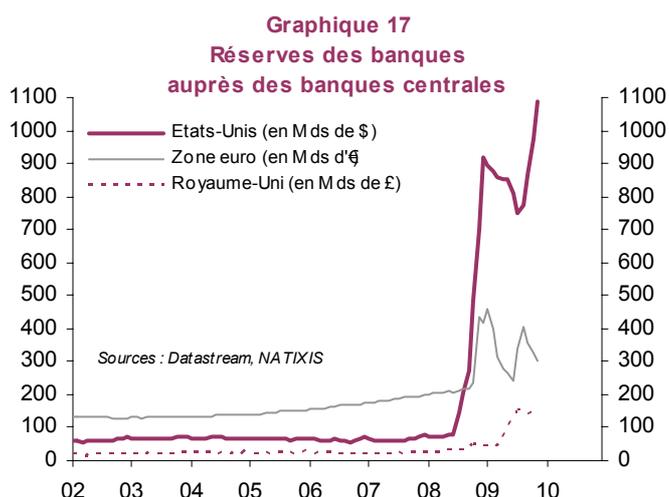


Deux échecs après les succès

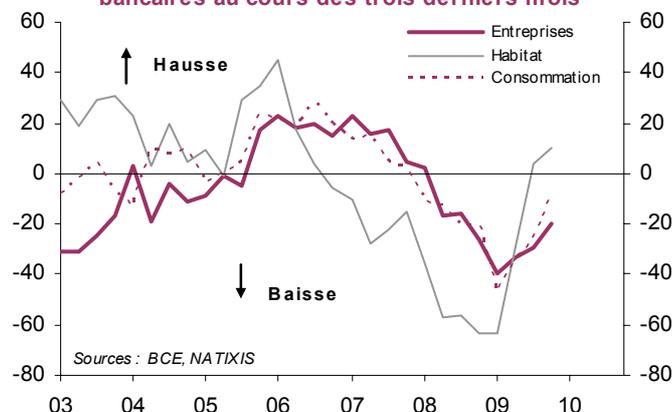
Mais, après le succès de ces opérations de sauvetage, les Banques Centrales ont été confrontées à deux échecs : l'échec de la transition, du retour vers des politiques monétaires normales (ce qu'on appelle dans le jargon les « stratégies de sortie »), et l'échec de l'organisation monétaire mondiale.

Prenons ces deux questions l'une après l'autre.

Après les opérations de sauvetage couronnées de succès, les Banques Centrales des pays de l'OCDE ont continué à injecter massivement des liquidités, ou du moins à maintenir le niveau très élevé atteint de liquidité, alors que ceci était devenu inutile. Les banques disposent d'énormes réserves de liquidités (graphique 17), dont elles ne servent pas parce que la demande de crédit (des entreprises et à la consommation, graphiques 18a/18b) est très faible et qu'il est donc impossible de faire repartir le crédit ; le seul usage de ces liquidités peut alors être spéculatif.

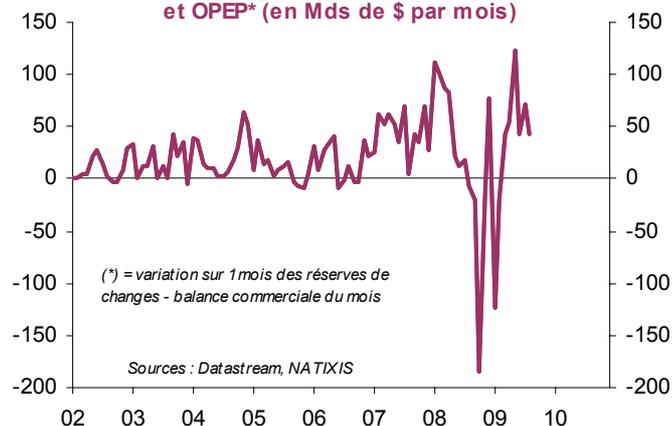


Graphique 18b
Zone euro : évolution de la demande de crédits bancaires au cours des trois derniers mois



Le niveau très bas (presque nul) des taux d'intérêt à déclenché un énorme **flux de capitaux sortant des Etats-Unis**, et à un moindre degré, d'Europe, et **se dirigeant vers les pays émergents et les marchés de matières premières (graphique 19)**, d'où les bulles notées plus haut, d'où la nécessité pour certains pays émergents (Brésil, Taïwan, dans le futur d'autres) de se protéger contre ces flux de capitaux, et contre l'appréciation induite des devises, par **des contrôles des capitaux**, par l'accumulation généralisée d'énormes réserves de change avec la création monétaire qui l'accompagne. Comme en 2003-2004, les Banques Centrales ont raté le processus de normalisation des politiques monétaires, avec un acharnement bizarre à vouloir pousser les économies.

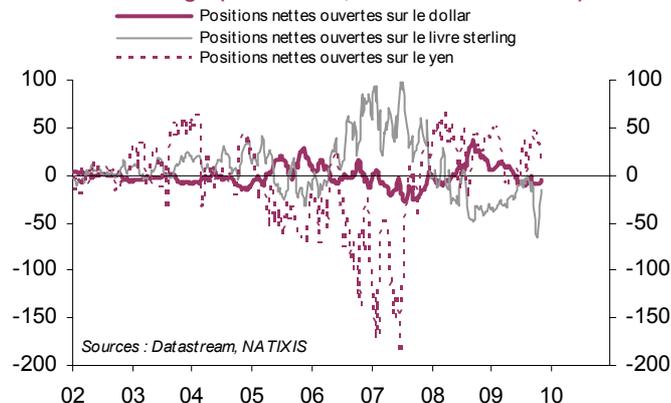
Graphique 19
Flux de capitaux des émergents hors Russie et OPEP* (en Mds de \$ par mois)



Pas de prise en compte par les Banques Centrales des effets internationaux de leur politique monétaire

Plus fondamentalement, avec une vision plus structurelle, le **problème est l'indépendance des Banques Centrales dotées d'objectifs internes**. L'indépendance des Banques Centrales nationales ou régionales implique qu'elles agissent en fonction d'objectifs domestiques, nationaux (croissance, inflation, taux de change), **sans regarder les effets internationaux de leur politique**. Or, **ces effets internationaux sont considérables** : les carry trades (emprunts) bâtis sur le dollar ou sur la livre sterling (**graphique 20**), avec les taux d'intérêt quasi nuls sur ces devises, financent des achats d'actifs dans le monde entier (de même que les carry-trades bâtis sur le yen avant la crise finançaient les achats d'immobilier en Europe Centrale) ; l'accumulation de réserves de change dans les pays d'Asie et dans les pays de l'OPEP fournit des liquidités dans tous les pays aux vendeurs des actifs achetés par les Banques Centrales.

Graphique 20
Positions nettes ouvertes sur le taux de change (en milliers, nombres de contrat)

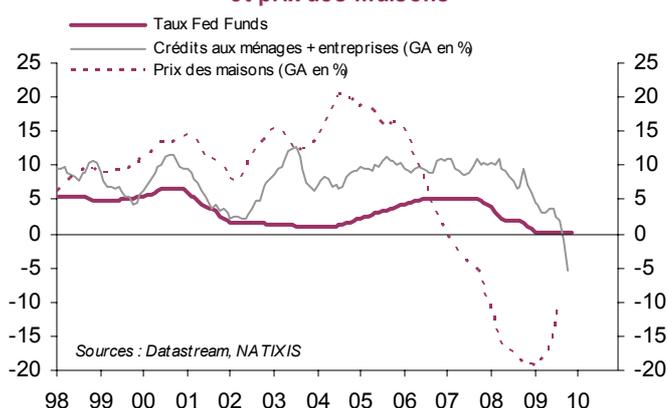


L'indépendance de la manière dont elle est pratiquée empêche donc les Banques Centrales d'intégrer ces effets extérieurs de leur politique ; l'addition des politiques monétaires nationales conduit alors à l'explosion de la quantité de monnaie, chaque pays faisant localement de bonne foi la politique monétaire expansionniste qui lui convient. **Il manque évidemment une Institution Internationale en charge de coordonner les politiques monétaires**, de pouvoir imposer qu'elles soient corrigées pour que la politique monétaire du monde ne devienne pas irresponsable.

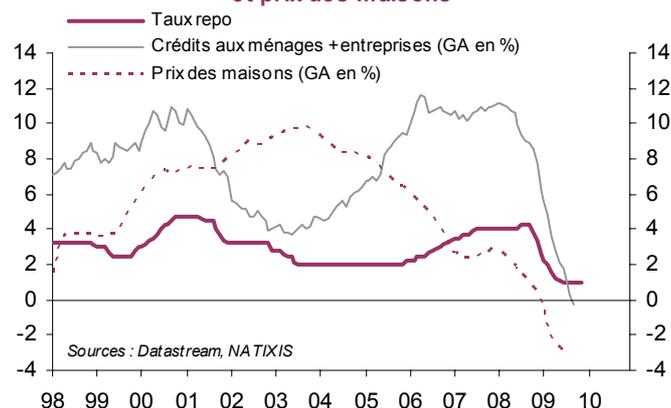
Synthèse : la transition entre politiques, toujours le point faible

En 2003-2004 aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en 2004-2005 dans la Zone euro, déjà les Banques Centrales avaient resserré leur politique monétaire beaucoup trop tardivement (graphiques 21a/21b/21c) après le succès de la lutte contre la récession de 2001-2002 avec l'explosion de la bulle actions.

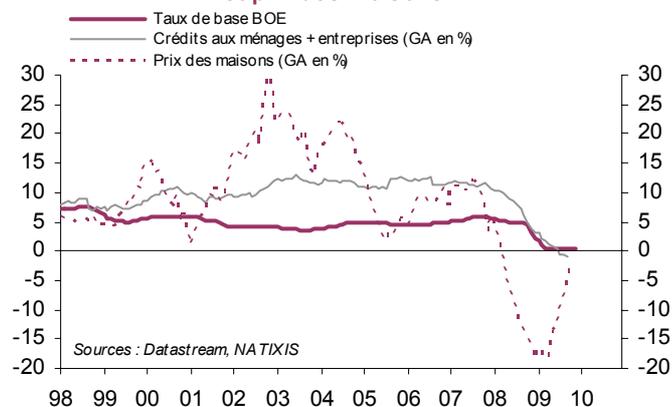
Graphique 21a
Etats-Unis : taux directeur, crédits privés et prix des maisons



Graphique 21b
Zone euro : taux directeur, crédits privés et prix des maisons



Graphique 21c
Royaume-Uni: taux directeur, crédits privés
et prix des maisons



Nous craignons fortement qu'elles n'aient commis la même erreur aujourd'hui avec le retard pris dans la transition vers une politique monétaire moins expansionniste, après le succès de la lutte contre la crise de liquidité. Ceci est particulièrement vrai aux Etats-Unis, puisque l'affaiblissement du dollar dû à la politique très expansionniste de la Réserve Fédérale conduit à la croissance à nouveau très forte des réserves de change en Asie, au Moyen-Orient, et à la création monétaire qui l'accompagne.

