

La Banque Centrale Européenne en action au cours de la crise



Christian Bordes

Professeur à l'Université de Paris 1
(Panthéon - Sorbonne)
Centre d'économie de la Sorbonne

Ce texte analyse le processus d'adaptation de l'action de la BCE depuis le début de la crise particulièrement sous les angles financier et comptable. Elle a en permanence influencé les conditions de financement au sein de la zone euro d'abord aux moyens d'armes conventionnelles puis par des canaux non conventionnels (acquisitions de titres, ...). Il lui a fallu, en permanence, penser l'articulation des deux types d'intervention. Cet article analyse la pertinence et les conséquences de sa politique.

Mots clefs: politique monétaire conventionnelle et non conventionnelle, rachat de titres, bilan de la Banque centrale
Code JEL : E5

This paper analyses monetary driving policy by European Central Bank since the start of subprime financial crisis. ECB influences financial conditions to combat a simulated financial crisis by using conventional and unconventional monetary policies. This contribution purposes an evaluation of effectiveness and pertinence of European Central Bank strategy and action.

À compter du mois d'août 2007 et jusqu'à aujourd'hui, la conduite de l'action de la BCE s'est inscrite dans un environnement très difficile, marqué par l'éclatement puis le déroulement d'une crise financière systémique. Pour la contrecarrer tout en restant dans le cadre de l'exécution de son mandat - le maintien de la stabilité des prix -, elle a complété son action conventionnelle - politique de taux - par un arsenal de mesures non conventionnelles destinées à agir sur les conditions financières pour assurer la stabilisation de la zone euro envisagée dans ces différentes dimensions : financière mais aussi conjoncturelle et monétaire (section 1). La mise en œuvre de ces décisions a conduit la BCE à effectuer des opérations qui ont fait exploser son bilan ; elle est ainsi parvenue à enrayer la détérioration des conditions de financement et même à les ramener à la normale ; mais, malgré l'ampleur du dispositif mis en œuvre, les perspectives à court / moyen terme pour l'économie réelle de la zone euro restent aujourd'hui maussades (section 2).

I - Les décisions de la BCE et leur logique

1 - Logique d'ensemble

En situation normale, l'action de la banque centrale d'une économie développée moderne obéit à la logique suivante.

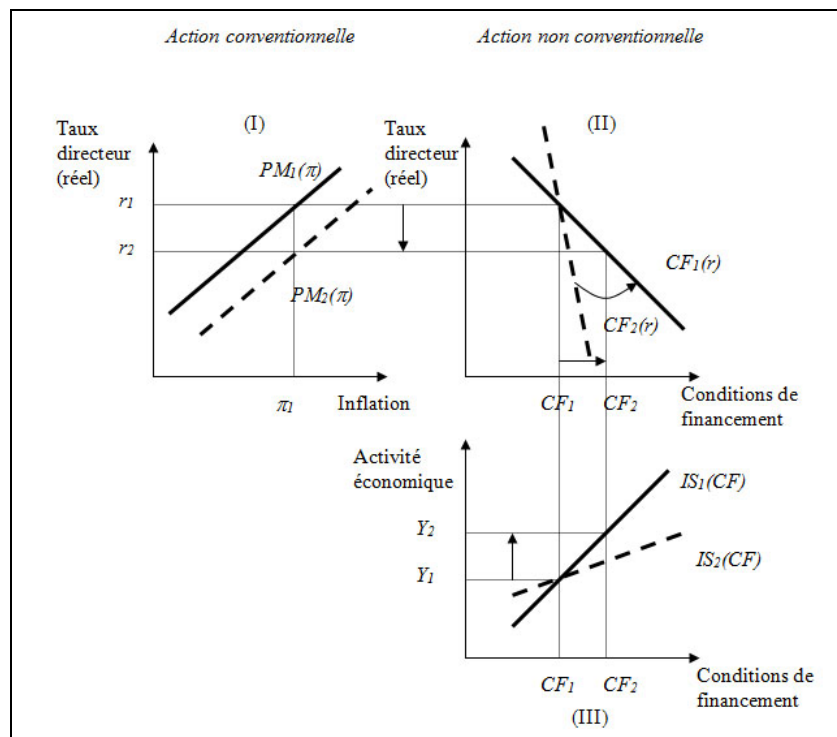
- Elle vise à assurer la stabilité des prix à moyen/long terme - correspondant, en général, à un taux d'inflation annuel de 2% - tout en stabilisant l'activité économique. Plus précisément, l'objectif est de neutraliser les effets des chocs de différentes natures - financiers, « réels » et sur les prix - qui frappent l'économie, de telle sorte qu'ils n'empêchent pas la réalisation de l'objectif final.
- Pour cela, elle modifie ses taux directeurs. Leur variation effective et/ou prévue agit sur l'économie selon les mécanismes de transmission suivants : tout d'abord, les conditions de financement changent ; puis, l'activité économique est affectée ; enfin, le niveau général des prix s'ajuste.
- La conduite de son action est systématique, ce qui facilite la formation des anticipations des agents économiques et, par conséquent, contribue à sa meilleure efficacité. Les taux directeurs sont modifiés, selon une fonction de réaction stable, en réponse aux évolutions de l'activité économique et de l'inflation. Cette réponse est conforme au principe dit de Taylor : en cas de choc inflationniste, la réaction est « agressive » - i.e., se traduit par une hausse du taux d'intérêt réel.

En situation de crise financière systémique, l'action conventionnelle de la banque centrale est complétée par des mesures non conventionnelles. Sa logique d'ensemble n'est pas pour autant modifiée.

- En effet, les canaux de transmission habituels de l'action de la banque centrale sont sérieusement endommagés et peuvent même être bloqués. Par exemple, elle peut perdre le contrôle des taux sur le marché de l'argent à court terme, notamment en raison de la défiance qui s'instaure entre les banques et les conduit à ne plus échanger entre elles de la liquidité. Plus généralement, même une forte baisse des taux directeurs peut ne pas empêcher un durcissement des conditions de financement dû à la crise (hausse des primes de risque sur les marchés de taux ; contraction du crédit bancaire ; « fuite vers la qualité » ; montée concomitante de la préférence pour la liquidité qui peut aller jusqu'au déclenchement d'une « trappe à liquidité »).

- Confrontée à cette situation, la banque centrale doit prendre des mesures pour essayer de restaurer le fonctionnement du mécanisme de transmission. L'objectif est de rétablir des conditions de financement normales en ayant recours à des mesures inhabituelles comme l'apport de liquidité aux banques à des conditions particulièrement avantageuses, des programmes d'achats de titres sur les marchés secondaires, ...
- En principe, il existe une séparation claire entre ces mesures non conventionnelles - décidées, uniquement, en fonction de l'état du système financier - et la politique de taux - fondée sur la situation macro-économique. Certes, dans le contexte de crise envisagé, le cas le plus probable est celui où les conditions de financement sont sérieusement détériorées et où l'activité économique se dégrade ; cette situation réclame un assouplissement de la politique monétaire conventionnelle combiné à la mise en œuvre de mesures non conventionnelles afin que l'assouplissement se traduise bien par une amélioration des conditions de financement. Mais, il est possible, et même probable, que le retour à la normale de ces conditions s'opère plus rapidement que celui des conditions macro-économiques ; si c'est le cas, il est justifié d'annoncer le retrait des mesures non conventionnelles tout en prolongeant une politique de taux d'intérêt anormalement bas.

Graphique 1 - Logique de l'action de la banque centrale en réponse à une crise financière systémique



La logique de l'ensemble de l'action de la banque centrale en réponse à une crise financière systémique est représentée sur le Graphique 1. Son action conventionnelle consiste à mettre en place une politique de taux plus accommodante en amenant son taux directeur, mesuré en termes réels, à un niveau inférieur (r_2 au lieu de r_1 à la suite du glissement vers le bas de la droite PM qui représente, dans le quadrant I, la fonction de réaction de la banque centrale). Mais la crise financière a pour conséquence une détérioration, voire une paralysie, des canaux de transmission de la baisse des taux directeurs à l'ensemble des conditions financières (la droite CF qui représente, dans le quadrant II, la réaction des conditions de financement à une variation du taux directeur de la banque centrale se rapproche de la verticale); celles-ci s'améliorent peu (voire pas du tout) malgré la baisse de r . L'objectif des mesures non conventionnelles est de rétablir un fonctionnement du mécanisme de transmission, i.e. de ramener la droite CF à sa position initiale. Si elles sont couronnées de succès, la baisse des taux directeurs se traduit par un retour à la normale des conditions de financement, avec des effets positifs sur l'activité économique (elle réagit positivement à cette normalisation par un glissement le long de la droite IS représentée dans le quadrant III). Encore faut-il que la crise financière n'ait pas détérioré les mécanismes de transmission dans la sphère réelle de l'économie. Dans le cas contraire - par exemple, en raison de la montée de l'incertitude -, l'amélioration des conditions de financement reste sans effet sur les dépenses de consommation des ménages et sur les dépenses d'investissement des entreprises et il n'y a pas de relance de l'activité économique (dans le quadrant III, IS pivote dans le sens des aiguilles d'une montre).

2 - Mesures conventionnelles

Au cours de la période qui a suivi la faillite de Lehman Brothers, la BCE a fortement baissé ses taux directeurs (voir le Graphique 2). Après avoir diminué le principal taux directeur de 175 points de base au cours dernier trimestre 2008, son Conseil des gouverneurs a décidé de poursuivre ce mouvement par une réduction de 150 points de base supplémentaires, entre janvier et mai 2009, en quatre étapes (baisses successives de 50, 50, 25 et 25 points de base). Jusqu'au début de l'année 2009, la baisse du taux directeur (Refi) coïncide à peu près avec le ralentissement de l'inflation. Par la suite, jusqu'à la fin de 2009, le Refi ne tombe pas au-dessous de 1%, alors même que le ralentissement de la hausse des prix se poursuit, celle-ci atteignant même des valeurs négatives. En effet, à ce moment-là, le Conseil des gouverneurs considère le taux de 1% comme un plancher, pour deux raisons : un risque de déflation peu élevé dans la zone euro, en raison d'une grande inertie de l'inflation résultant des caractéristiques structurelles du marché du travail et des marchés de produits ; un risque de paralysie du marché monétaire. La fixation de ce plancher de 1% alors même que l'inflation continue de baisser se traduit par une hausse du taux d'intérêt réel et un resserrement des conditions de financement au cours du second semestre 2009.

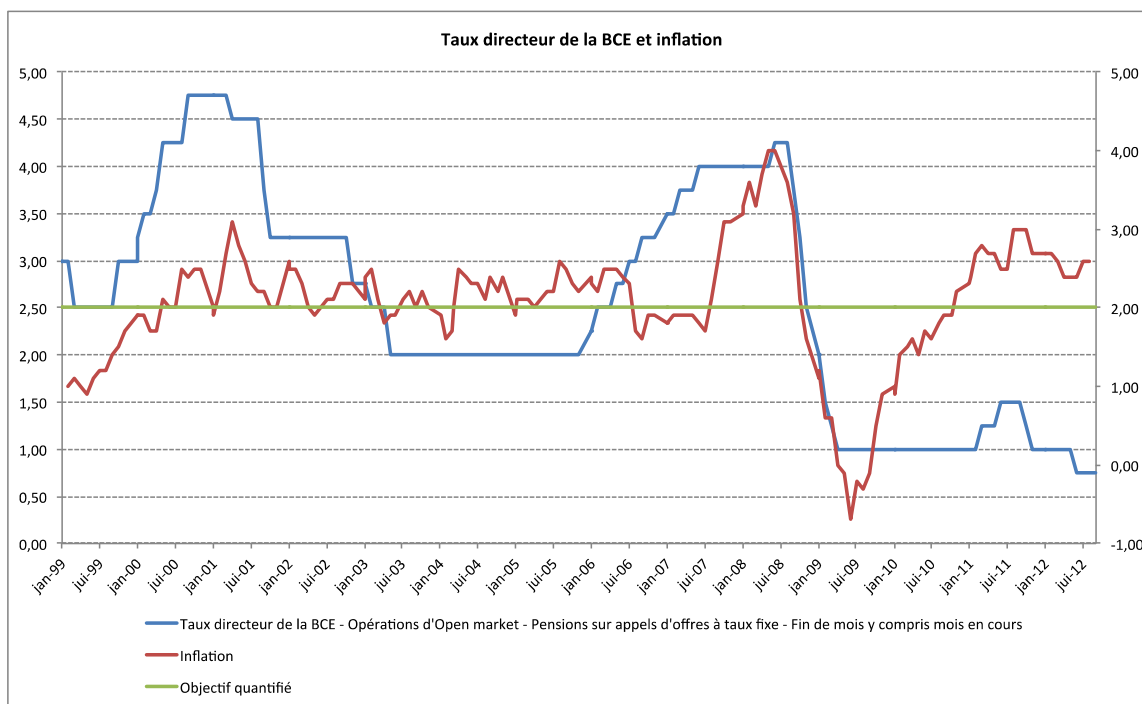
On dit parfois que la politique monétaire devient non conventionnelle quand le principal taux d'intérêt directeur de la banque centrale mesuré en termes réels tombe au-dessous de zéro. Si l'on retient cette définition, l'action de la BCE prend cette tournure à partir du mois de novembre 2009. Auparavant, la forte baisse de son taux directeur, mesuré en termes nominaux, a coïncidé avec un ralentissement équivalent de l'inflation de sorte que le taux réel est resté à peu près nul entre juillet 2008 et mai 2009. Puis, jusqu'à l'automne 2009, ce taux est même redevenu positif; il n'est donc pas exagéré de parler d'un resserrement temporaire de la politique monétaire au cours de cette période. Par la suite, jusqu'au printemps 2011, elle ne cesse de devenir plus accommodante. La BCE laisse le Refi inchangé, à 1%, malgré une

reprise de l'inflation qui, à compter du mois de novembre 2010, dépasse l'objectif quantifié retenu (une hausse des prix légèrement inférieure à 2%).

On peut s'interroger sur le bien-fondé des relèvements de taux directeur auxquels la BCE a procédé en avril et juillet 2011, comme elle l'avait fait au mois de juin 2008. Dans les deux cas, elle a réagi à un dépassement de son objectif de hausse des prix : l'inflation est montée à 4% en 2008 et à 3% en 2011. Cette accélération a été provoquée par un renchérissement du pétrole et des matières premières, à quoi ont pu s'ajouter, comme en 2008, des hausses des prix des produits alimentaires. Pour justifier ces relèvements, la BCE a mis en avant son souci d'éviter le déclenchement d'effets de second tour (spirale prix - salaires). Elle a ajouté qu'elle considérait que ces chocs n'étaient pas transitoires mais s'inscrivaient dans un mouvement d'augmentation durable des prix des matières premières due à la hausse de la demande des grandes économies émergentes. *Ex post*, il ne fait guère de doute que ces relèvements de taux se sont avérés peu judicieux et, dans chaque cas, la BCE a dû très vite faire machine arrière. Son Conseil des gouverneurs a décidé de réduire les taux directeurs de 25 points de base à compter du 9 novembre 2011 puis, une nouvelle fois, le 14 décembre suivant, les ramenant ainsi aux niveaux qu'ils affichaient début 2011. Par la suite, le plancher de 1%, précédemment fixé, a même été franchi : le 5 juillet 2012, ont été décidées des diminutions de 25 pb du taux d'intérêt des opérations principales (abaissé à 0,75 %), du taux de la facilité de prêt marginal (réduit à 1,50 %) ainsi que du taux de la facilité de dépôt (abaissé à 0,00 %).

Enfin, l'action conventionnelle de la BCE a été confrontée à un défi de taille : l'hétérogénéité des situations des économies de l'union monétaire européenne. Ce problème se posait déjà avant la crise : une politique monétaire unique pouvait ne pas correspondre à ce qui aurait été souhaitable dans chaque pays compte tenu des évolutions observées de l'activité économique et de l'inflation. Mais la crise de la dette souveraine - qui s'est déclenchée au mois de mai 2010, avec la crise grecque, et s'est approfondie au cours de l'été 2011, quand deux « grandes » économies de la zone euro, l'Espagne et l'Italie, ont été menacées à leur tour - l'a considérablement aggravé. La divergence des situations économiques observées entre les économies dites du « cœur » de l'Europe et celles dites de sa « périphérie » aurait nécessité des politiques de taux différentes dans ces deux zones. Le principal taux d'intérêt directeur était, au regard des rythmes de croissance et d'inflation observés dans chaque cas, trop faible pour les premières et trop élevé pour les secondes.

Graphique 2 - Politique monétaire conventionnelle



Source statistique: BCE et Bloomberg

3 - Mesures non conventionnelles

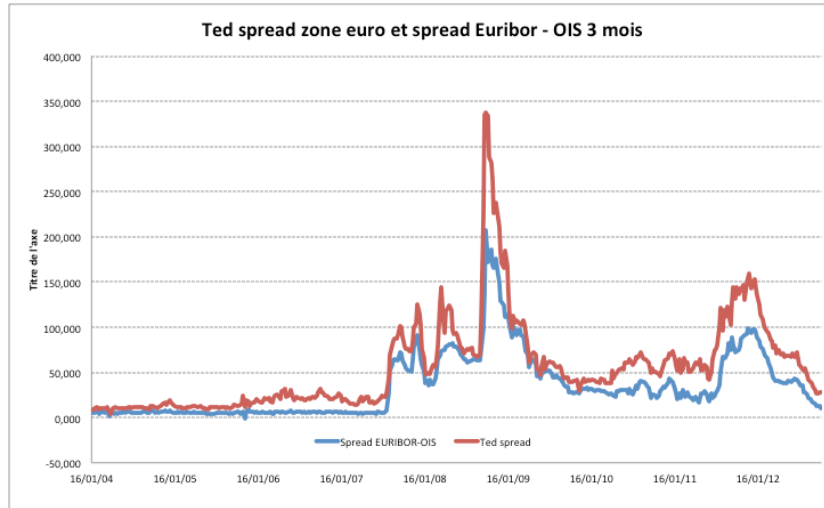
L'efficacité de l'action conventionnelle de la BCE a été sérieusement menacée par les dysfonctionnements apparus dans les canaux habituels de la politique monétaire, les baisses de taux directeurs n'étant plus répercutées, ni sur toute la gamme des taux, ni sur l'offre de crédit. Dans chacune de ces circonstances, pour rétablir un fonctionnement normal du mécanisme de transmission, l'adoption de mesures non conventionnelles est apparue comme une nécessité.

3.1 - Réaction aux turbulences financières (août 2007 - septembre 2008)

Le *spread Euribor - OIS 3 mois* et le *Ted spread* - écart entre le taux de l'Euribor et celui des bons du Trésor à 3 mois - sont deux indicateurs, couramment utilisés, des tensions sur les marchés interbancaire et monétaire (Graphique 3a) ; ils mesurent la réticence des banques à effectuer des opérations de prêt entre elles. Une crise de liquidité s'ouvre début août 2007 : les deux spreads grimpent, respectivement, jusqu'à 80 et 150 pb. Simultanément, on assiste à une déconnexion de la gamme des taux du marché monétaire par rapport au principal taux directeur de la BCE ; par exemple, l'Euribor 3 mois monte à 5% alors même le Refi reste inchangé (Graphique 3b). Un fonctionnement harmonieux des marchés monétaires de la zone euro étant essentiel pour garantir la transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie de la zone euro à travers le système bancaire, la BCE réagit par une série de mesures destinées à le rétablir : 1° l'avancement de la fourniture de liquidité au cours de la période de constitution de réserves (politique dite de préalimentation) ; 2° des opérations supplémentaires de refinancement ; 3° des mesures spécifiques à la fin de l'année 2007 ; 4° des opérations en liaison avec le dispositif

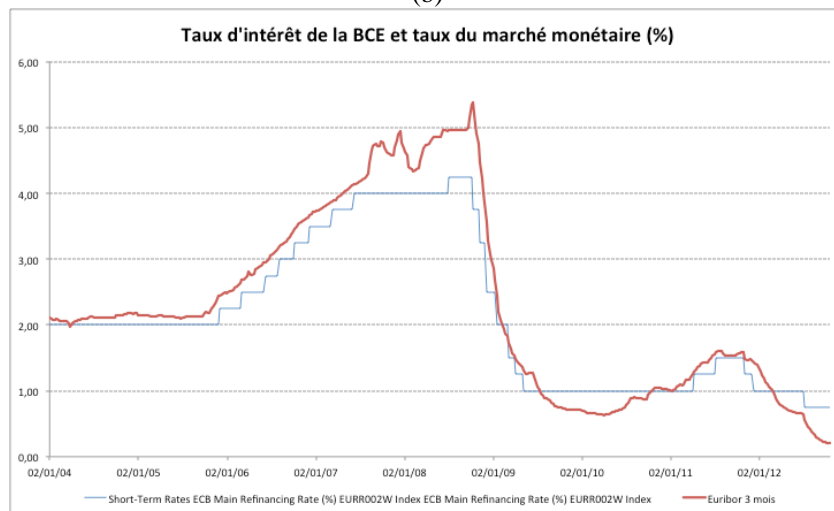
d'adjudications en dollars (*US dollar Term Auction Facility*). Si l'efficacité de ces mesures ne fait pas de doute, le fonctionnement normal du marché de la liquidité interbancaire n'était toujours pas rétabli au moment où un deuxième choc est survenu.

Graphique 3 - Indicateurs de tensions sur les marchés interbancaire et monétaire
(a)



Source statistique : Bloomberg

(b)



Source statistique : BCE et Bloomberg

3.2 - Réaction à l'intensification de la crise financière (septembre 2008 - décembre 2009)

La faillite de Lehman Brothers provoque une paralysie du marché interbancaire et une crise de défiance entre les banques. Fin 2008, les deux indicateurs de tension retenus atteignent des

valeurs encore plus fortes qu'au cours de la phase précédente avec des pics à 220 pb pour le *Ted spread* et 330 pb pour le *spread Euribor - OIS 3 mois*.

Dans un premier temps (octobre - décembre 2008), cela conduit la BCE à prolonger le dispositif mis en place (mesures 3 et 4 ci-dessus) et même à le renforcer par : 1° des appels d'offre à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies ; 2° une réduction du corridor constitué par les taux des facilités permanentes destinée à faciliter la gestion de la liquidité par les banques en leur offrant une intermédiation à meilleur marché ; 3° l'élargissement de la liste des garanties admises dans le cadre des opérations de *repo*.

Par la suite, en 2009, elle va même plus loin avec la politique dite de soutien renforcé au crédit (PSRC) consistant dans « un ensemble de mesures destinées à soutenir les conditions de financement et les flux de crédit au-delà de ce qu'auraient permis les seules baisses des taux directeurs » : 1° fourniture de liquidité aux banques de la zone euro en quantité illimitée à taux fixe pour toutes les opérations de refinancement contre remises de garanties appropriées ; 2° allongement de la durée maximum des opérations de refinancement, portée à un an, contre trois mois avant la crise ; 3° extension de la liste des actifs admis en garantie ; 4° fourniture de liquidité en devises étrangères (notamment en dollars) ; 5° achats fermes d'obligations sécurisées (Covered bond purchase programme, CBPP1)¹.

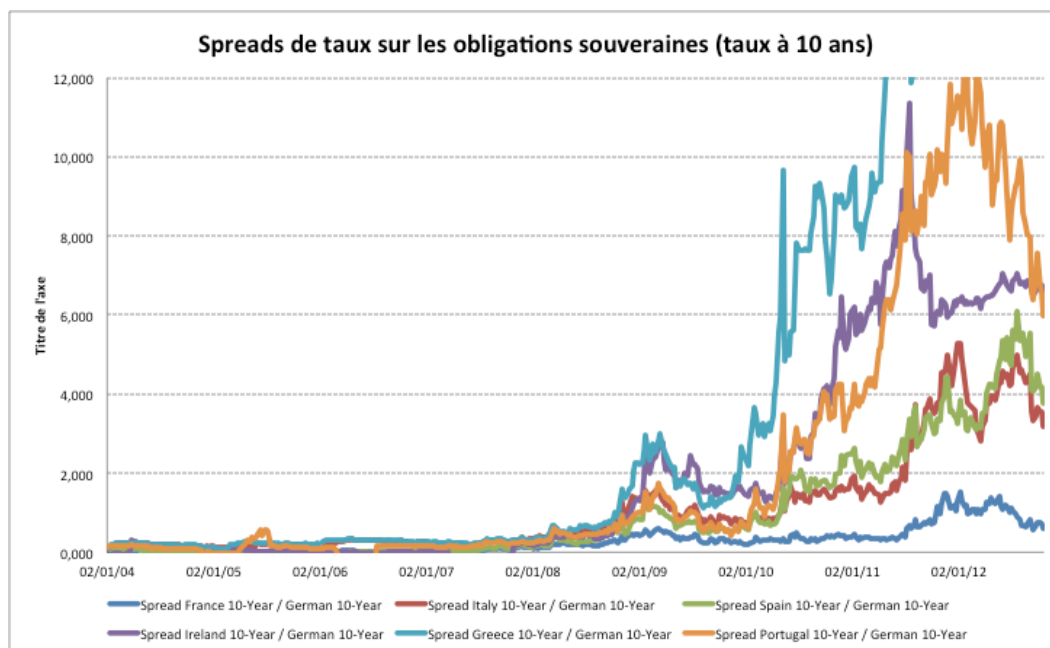
Fin 2009, la poursuite de l'application du principe de séparation conduit à la déconnexion entre mesures conventionnelles et mesures non conventionnelles. Tout en maintenant la *statu quo* dans sa politique de taux, le Conseil des gouverneurs annonce l'amorce d'un retrait de la PSRC à la suite de l'atténuation des tensions observées sur le marché monétaire : l'opération de refinancement à plus long terme, d'une durée de douze mois, du mois en cours devait être la dernière de ce type ; une seule nouvelle opération d'une durée de six mois serait reconduite (mars 2010) ; les opérations supplémentaires d'une durée de trois mois seraient suspendues.

3.3 - Réaction à la crise de la dette souveraine (mai 2010 - ?)

Parallèlement à la PSRC de la BCE, les gouvernements de la zone euro ont adopté des mesures nationales - via la garantie des dépôts et la recapitalisation des banques par les Etats - pour soutenir leurs systèmes financiers et assurer des conditions de financement appropriées de l'économie réelle. Cette politique bancaire s'est accompagnée d'un transfert du risque bancaire vers le risque public avec une incidence directe sur le déficit et la dette, des États. Les tensions, largement circonscrites jusque-là aux marchés monétaire et interbancaire, se transmettent alors au marché des titres d'Etat. À partir de mai 2010, les spreads de taux sur les obligations souveraines des pays de la périphérie de la zone euro remontent aux niveaux observés avant 1999 et les dépassent même nettement à partir de l'été 2011 (Graphique 4). Or le marché des titres d'Etat est, tout comme les marchés interbancaire et monétaire, une pièce essentielle du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ces titres étant utilisés comme collatéraux dans de nombreuses opérations effectuées par les banques (entre elles, avec la banque centrale et avec leur clientèle), les pertes en capital qu'ils enregistrent au cours des périodes de fortes hausses des primes de risque pourraient avoir des conséquences négatives sur la distribution du crédit.

¹ Ce programme, annoncé en mai 2009 a été lancé en vue de contribuer au redressement du marché des obligations sécurisées. L'Eurosystème a annoncé qu'il entendait acheter des obligations sécurisées libellées en euros pour un montant de 60 milliards d'euros entre juillet 2009 et fin juin 2010. Ces obligations, émises dans la zone euro, devaient répondre à certains critères.

LA BANQUE CENTRALE EUROPEENNE EN ACTION AU COURS DE LA CRISE
Graphique 4 - Indicateur de tensions sur les marchés obligataires



Source statistique : Bloomberg

Pour remédier aux dysfonctionnements du marché des titres d'État et rétablir un mécanisme approprié de transmission de la politique monétaire, le *Programme pour le marché de titres* (*Securities Market Program, SMP*) est annoncé le 9 mai 2010. Les 16 banques centrales de la zone euro achèteront, à l'initiative de la BCE, des obligations d'État. Le montant des achats, déterminé par le Conseil des gouverneurs, sera stérilisé au moyen d'opérations spécifiques destinées à ré-absorber la liquidité injectée.

Après une aggravation de la crise au cours de l'été 2011, le Conseil des gouverneurs de la BCE arrête plusieurs mesures de politique monétaire non conventionnelles supplémentaires. Tout d'abord, le 6 octobre 2011, un deuxième programme d'achats d'obligations sécurisées (*CBPP2*) est lancé². Et surtout, le 8 décembre 2011, les dispositions suivantes sont prises : 1° l'élargissement de la gamme d'opérations de refinancement en conduisant deux opérations d'une durée de trente-six mois pour soutenir la fourniture de crédit à l'économie de la zone euro (*LTRO, long-term refinancing operation*) ; 2° l'élargissement temporaire de la liste des garanties en ce qui concerne les titres ainsi que l'intention de renforcer l'utilisation de créances privées éligibles (à savoir des prêts bancaires) en garantie des opérations de l'Eurosystème ; 3° l'acceptation en garantie, à titre temporaire, des créances privées éligibles au niveau national ; 4° la cessation provisoire des opérations de réglage fin au terme des périodes de constitution de réserves.

² Les modalités techniques de ce programme étaient les suivantes : les achats d'obligations sécurisées libellées en euros et émises dans la zone euro, portant sur un montant nominal prévu de 40 milliards d'euros, seraient répartis dans l'ensemble de la zone euro et seraient réalisés par l'Eurosystème sous forme d'achats directs ; les achats seraient effectués sur le marché primaire et sur le marché secondaire ; pour participer au programme d'achat, les obligations sécurisées devaient notamment être éligibles en garanties des opérations de crédit de l'Eurosystème.

Enfin, à l'issue de sa réunion mensuelle du mois de septembre 2012, la BCE a confirmé une annonce faite par son président au début de l'été, à savoir qu'elle interviendrait de façon illimitée sur le marché secondaire de la dette publique dans le cadre d'un nouveau programme d'achat de titres souverains, intitulé *Opérations monétaires sur titres* (OMT, *Outright Monetary Transactions*). Ses interventions concerneront exclusivement les obligations souveraines de maturité de un à trois ans. Au préalable, les Etats concernés devront avoir fait une demande d'aide auprès du Mécanisme européen de stabilité (MES) et devront par conséquent être soumis à un programme d'ajustement. Par ailleurs, le programme devra inclure la possibilité pour le MES d'acheter des obligations sur le marché primaire³. Au moyen de ce programme, la BCE espère limiter le niveau des rendements obligataires souverains à court terme tout en laissant le soin aux gouvernements de gérer les émissions de plus longue maturité. L'objectif de l'OMT est donc de réduire les primes de risques de liquidité et systémique pour alléger le fardeau de la dette en faisant baisser les taux d'emprunt courts par la BCE. Mais, ne devant pas avoir de conséquence notable sur la prime de risque crédit, ce programme ne devrait pas être suffisant pour stabiliser la dette en pourcentage du PIB.

II - Les opérations de la BCE et leurs effets

1 - L'évolution du bilan de l'Eurosystème

La mise en œuvre des décisions de politique monétaire conventionnelle et l'exécution des différents programmes non conventionnels se reflètent dans l'évolution du bilan de l'Eurosystème (cf. le Tableau relatif à l'évolution de la situation financière consolidé de l'Eurosystème entre janvier 2007 et octobre 2012 donné en annexe).

1.1 - Les opérations d'open market

Avant la crise, les opérations principales de refinancement (*OPR*, de fréquence hebdomadaire et d'une durée normalement d'une semaine) étaient les opérations d'open market les plus importantes effectuées par l'Eurosystème et elles constituaient le principal canal de refinancement du système bancaire. L'Eurosystème procédait également à des opérations mensuelles de refinancement à plus long terme (*OMRPLT*) assorties d'une échéance de trois mois. Jusqu'au 8 août 2007, la BCE a ainsi alloué en moyenne 300 milliards d'euros lors des *OPR* et 150 milliards lors des *OMRPLT* (cf. Graphique 5).

Après le 9 août 2007, le montant des opérations de refinancement à plus long terme monte de 150 milliards à 265 milliards alors que l'ampleur des opérations principales de refinancement revient de quelque 300 milliards à moins de 200 milliards. Le montant total du refinancement en cours fourni par les opérations à plus long terme passe ainsi de quelque 30 % avant le début des turbulences financières, en juillet 2007, à 60 % environ en janvier 2008. Il demeure inchangé durant le premier semestre de cette même année ; au cours du second, à la suite du

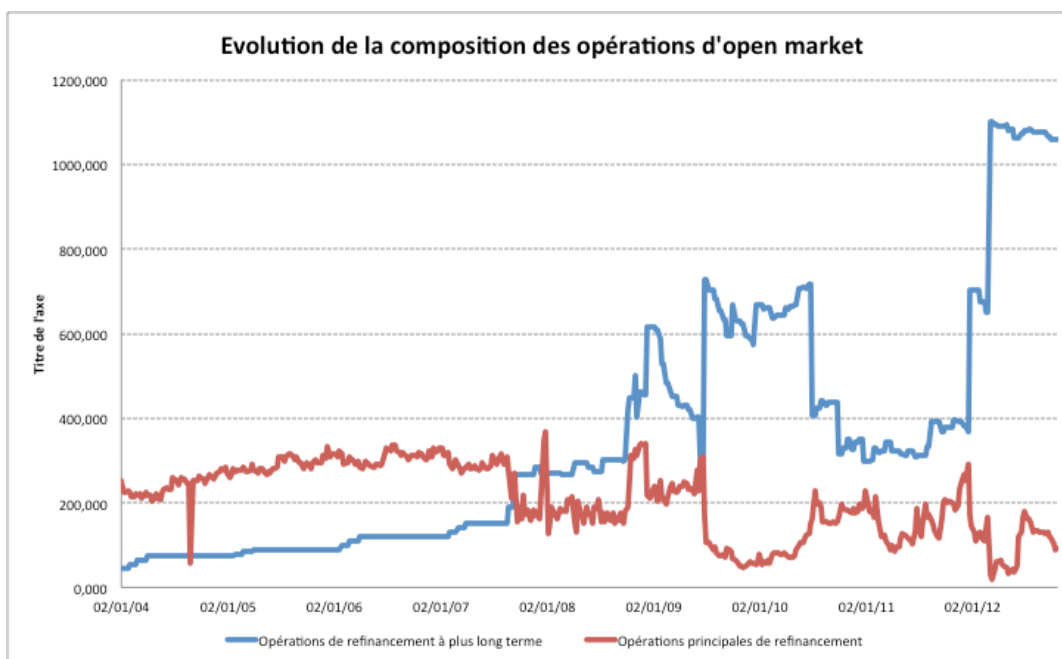
³ Lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du mois d'octobre du Conseil des gouverneurs, le président de la BCE a dévoilé les grandes lignes du fonctionnement de ce plan destiné à soulager la pression des marchés sur les pays de la zone euro en difficulté, (Reuters) : 1° « Les OMT ne s'appliquent pas aux pays faisant l'objet d'un programme d'ajustement complet tant qu'un accès intégral au marché n'a pas été ouvert, et ceci parce que les OMT ne se substituent pas à un manque d'accès au marché primaire » ; 2° pareillement, les OMT, qui ne porteront que sur des titres de dette dont l'échéance n'excède pas trois ans, n'ont pas vocation à inciter les États à émettre davantage de dette à court terme, « donc cela sera surveillé ». Par la suite, on a appris que la BCE devrait ouvrir une fenêtre « d'un à deux mois » pendant lesquels elle procéderait à des achats de dette ; au terme de cette période, la BCE arrêterait d'acheter et il y aurait une phase d'évaluation ; après cette évaluation, la BCE déciderait si elle achète de nouveau ou si elle s'arrête. Elle devrait intervenir massivement sur le marché pendant la période durant laquelle la fenêtre sera ouverte. En dépit de ces informations, les modalités de fonctionnement des OMT restent floues et de nombreuses interrogations demeurent, notamment sur la manière dont la BCE pourrait se désengager de ce programme une fois qu'elle l'aurait mis en œuvre.

renforcement des tensions sur les marchés financiers, la part des *OPR* dans le volume total de refinancement est encore réduite. Fin 2008, l'encours de toutes les opérations à plus long terme (*ORPLT*, opérations de refinancement à plus long terme, opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et opérations de refinancement spéciales) s'établit à 617 milliards d'euros, soit la part la plus importante du refinancement jamais accordé par la BCE au système bancaire (72 % environ de l'ensemble des opérations d'open market).

Durant le premier semestre de 2009 le volume total de liquidité alloué dans le cadre des opérations de refinancement à plus long terme, des opérations de refinancement à plus long terme supplémentaires et des opérations de refinancement spéciales retombe à 309 milliards d'euros le 24 juin. Il fait plus que doubler après le règlement de la première opération de refinancement à plus long terme assortie d'une échéance d'un an, passant à 729 milliards d'euros. Il demeure à des niveaux très élevés au second semestre de la même année (atteignant 670 milliards d'euros le 31 décembre). Par ailleurs, au 31 décembre 2009, l'Eurosystème avait acheté des obligations sécurisées pour un montant nominal total de quelque 28 milliards d'euros, ce qui constituait 4 % de l'apport de liquidité.

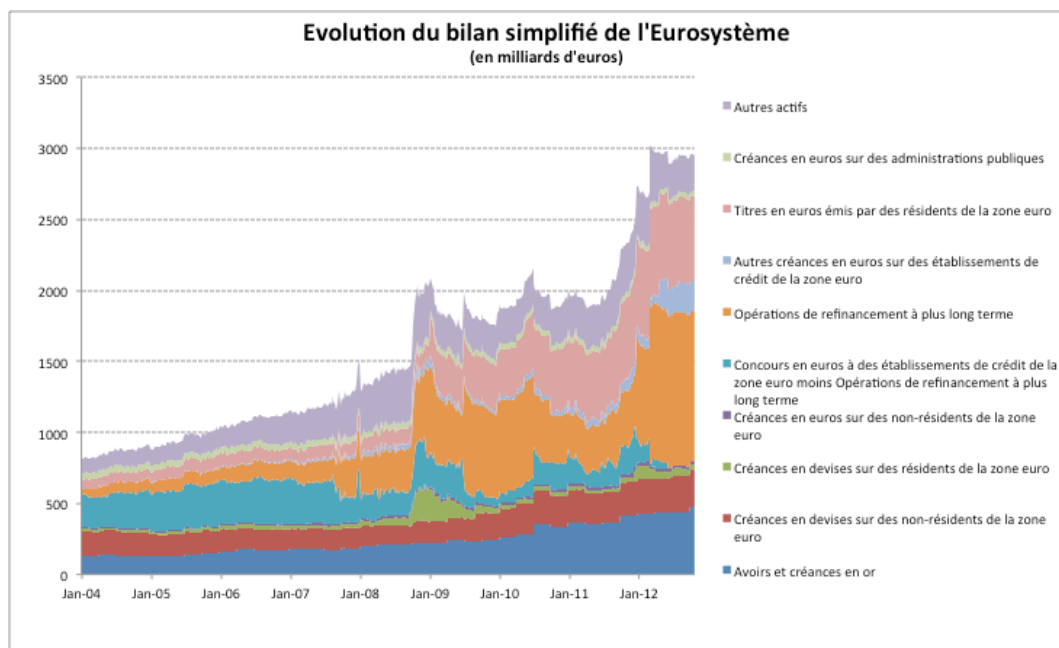
Au cours du premier semestre 2010, le volume journalier total de liquidité alloué dans le cadre des *ORPLT* s'est en moyenne établi à 671 milliards d'euros ; il est retombé à 431 milliards au cours du second semestre. En 2011, le volume moyen de liquidité alloué au système bancaire s'est réparti comme suit : 156 milliards d'euros pour les *OPR* ; 373 milliards pour les toutes les opérations à plus long terme répertoriées ci-dessus ; avec une forte volatilité en cours d'année, le montant total de la première *LTRO* réglée le 22 décembre s'élevant à 489,2 milliards d'euros.

Graphique 5 - Importances respectives des opérations de refinancement hebdomadaires et à plus long terme



Source statistique : Bloomberg

Graphique 6 - Évolution de la composition du bilan de l'Eurosystème



1.2 - Le programme pour le marché des titres et les programmes d'achats d'obligations sécurisées

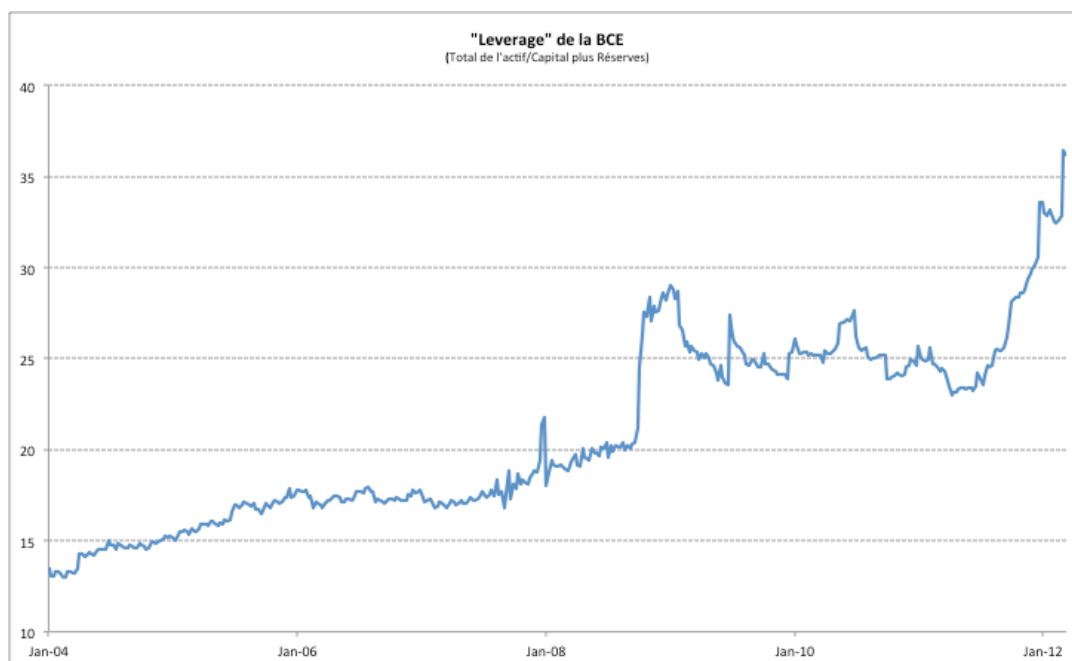
La mise en œuvre du programme pour le marché des titres (SMP) et celles des deux programmes d'achats d'obligations sécurisées ont conduit à des achats de titres sur les marchés : du 1^{er} juillet 2009 au 30 juin 2010, un montant nominal de 60 milliards d'euros d'obligations sécurisées a été acheté dans le cadre du *CBPPI* ; en 2010, l'Eurosystème a acquis, au total, 134,8 milliards d'euros par le biais de ces achats et dans le cadre du SMP (Graphique 6) ; en 2011, le montant total des titres achetés dans le cadre du SMP s'est élevé à 144,6 milliards d'euros. Au 31/12/2011, le stock de titres achetés dans le cadre du SMP s'élevait à 211,4 milliards d'euros. En outre, dans le cadre du CBPP2, le montant total des obligations sécurisées achetées s'élevait à 3,1 milliards d'euros.

1.3 - La taille du bilan et le *leverage*

L'exécution des opérations d'open market et des programmes d'acquisition de titres a fait exploser le bilan de l'Eurosystème. Début août 2007, son total s'élevait à 1 200 milliards d'euros ; il est aujourd'hui (novembre 2012) supérieur à 3 000 milliards (Graphique 6). Il est ainsi passé de 12 -13 % du PIB à près de 30%. Cette augmentation n'a pas été régulière mais s'est faite par paliers, avec deux poussées - une première en 2008 et une seconde à partir de l'été 2011 - correspondant aux périodes d'intensification de la crise. Toujours mesurée en pourcentages du PIB, la taille actuelle du bilan est comparable à celle observée pour la Banque du Japon et supérieure d'environ 10 points de pourcentage à celle constatée pour la Fed et pour la Banque d'Angleterre. De 2007 à aujourd'hui, le « *leverage* » de la BCE a été multiplié par deux : proche de 17 fin juillet 2007, il est aujourd'hui supérieur à 35 (Graphique 7). Cette

évolution est, en quelque sorte, la contrepartie du *deleveraging* auquel procèdent les banques commerciales européennes, un phénomène qui caractérise les périodes de crise.

Graphique 7 - Évolution du « leverage » de la BCE



Source statistique : Bloomberg

2 - Evolution des conditions de financement

L'évolution des conditions de financement, pour l'ensemble de l'économie, peut être suivie à l'aide d'un *indicateur des conditions financières* (ICF)⁴. Des indications sur les origines de cette évolution sont fournies par l'examen des changements intervenus dans ses trois grandes composantes - mesurant respectivement les conditions en vigueur sur le marché monétaire, sur le marché obligataire et sur le marché boursier.

Entre 2005 et 2007, l'indicateur des conditions financières fait état de conditions financières plus souples dans la zone euro en comparaison avec leur moyenne historique. En 2008, l'indicateur évolue dans le sens d'un durcissement de ces conditions. Celles-ci se détériorent très fortement au cours de la crise financière de 2008-2009 : à la suite de la faillite de Bear Sterns début 2008 et, surtout, après celle de Lehman Brothers au cours du mois de septembre suivant. L'indice atteint alors un premier plancher historique à la mi-octobre 2008. La forte baisse des taux directeurs, de 4,25 % à 1 %, du mois de septembre 2008 au mois de mai 2009, contribue à une nette amélioration des conditions de financement, sans toutefois les ramener à la normale (Graphique 8).

Les conditions financières se durcissent légèrement au cours du printemps 2010 avec le déclenchement de la crise grecque, mais l'annonce par la BCE, en mai 2010, du *Programme pour les marchés de titres* met rapidement un coup d'arrêt à cette détérioration. Après une recrudescence d'inquiétudes d'ordre budgétaire, les conditions financières se durcissent à nouveau entre mi-2011 et octobre 2011. L'annonce par la BCE de nouvelles mesures non

⁴ On retient l'ICF construit et publié par Bloomberg.

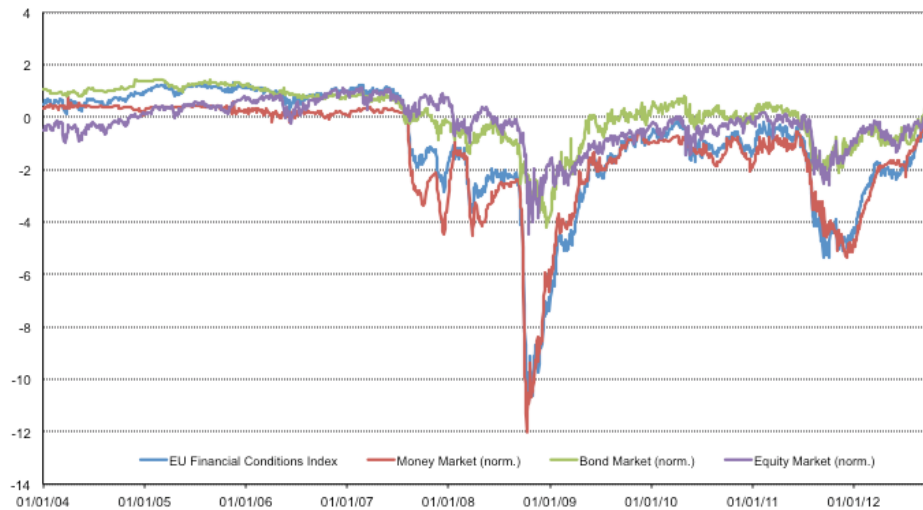
conventionnelles de politique monétaire au dernier trimestre 2011 (notamment les deux LTRO) entraîne une nette amélioration de la situation sur les marchés financiers à partir de la fin de l'année 2011 (Graphique 8). Cette embellie résulte principalement de l'amélioration de la situation observée sur le marché monétaire à la suite des injections massives de liquidité auxquelles la BCE procède, fin 2011 et début 2012. Il s'ensuit une baisse des spreads de taux sur ce marché. (Le *Ted spread* tombe de 150 pb début décembre 2011 à 70 pb au début du mois de mars 2012 ; dans le même temps, le *spread Euribor / OIS* passe de 100 pb à 44 pb (Graphique 3 ci-dessus).

Ce retour vers la normale des conditions de financement connaît un coup d'arrêt entre la fin mars et la fin septembre 2012 alors même que l'environnement financier se dégrade à nouveau après le regain de turbulences sur les marchés de la dette souveraine de la zone euro. Cette fois-ci, c'est l'annonce de l'*OMT* qui, à elle seule, permet de faire baisser le niveau des rendements souverains (cf. Graphique 4). Mais, ce serait une erreur de croire qu'il ne sera pas nécessaire que les paroles soient suivies d'actes : dans le cas où les États concernés - en premier lieu, l'Espagne - décideraient de ne pas solliciter l'aide du MES, il est probable que les marchés testeront la capacité de la BCE à intervenir sans conditions.

Au total, ces observations confirment que les mesures conventionnelles et non conventionnelles mises en place par la BCE ont bien agi sur les conditions de financement appréciées au niveau de l'ensemble de la zone euro et ont largement contribué à les ramener vers la normale après qu'elles se sont détériorées.

Graphique 8 - Évolution des conditions de financement

Evolutions de l'indicateur des conditions de financement et de ses composantes (2004 - 2012)



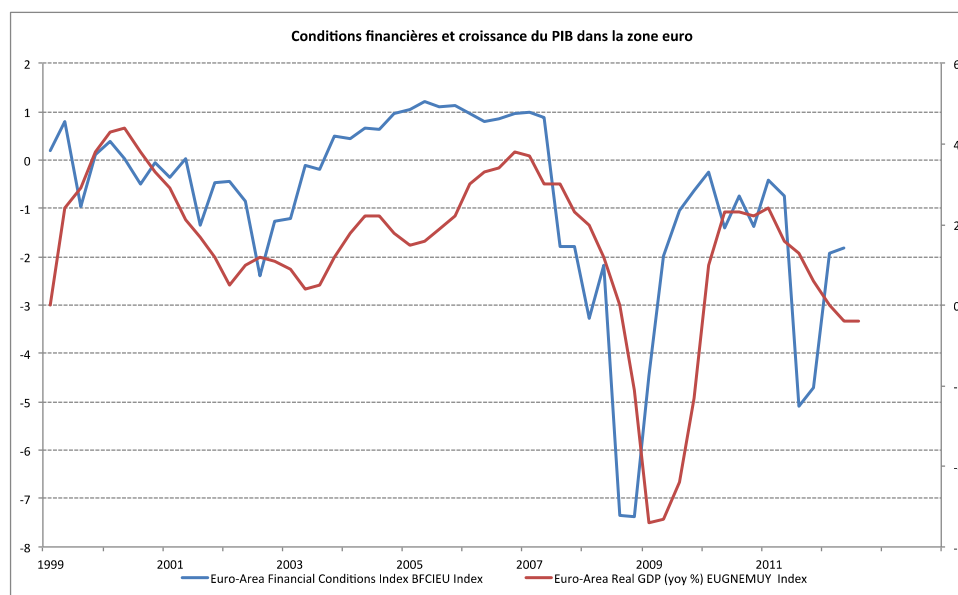
Note : Les conditions de financement sont mesurées à l'aide d'un Z-score qui indique le nombre d'écart-types séparant la valeur observée à une date donnée de sa moyenne. Une valeur négative (positive) traduit une détérioration (amélioration) des conditions de financement.

Source statistique : Bloomberg

3 - Evolution de l'activité économique

En général, l'évolution des conditions financières est un indicateur avancé de l'évolution de l'activité économique (Graphique 9). Leur resserrement sévère, fin 2008 - début 2009, est suivi d'une chute brutale de la croissance ; leur retour à la normale, fin 2009 - début 2010, précède la reprise. À la suite du déclenchement et de l'aggravation de la crise de la dette souveraine, l'économie de la zone euro est « officiellement »⁵ entrée en récession au cours du troisième trimestre de 2011 et cela sans que les États-Unis en aient fait autant, une première depuis le début des années 1970.

Graphique 9 : Conditions financières et croissance économique dans la zone euro



Source statistique : Bloomberg

Mais, si l'amélioration des conditions financières est nécessaire pour la reprise de l'activité économique, elle n'est pas suffisante. Malgré celle constatée depuis la fin 2011, on ne voit toujours pas, à l'automne 2012, de signe d'un retour de la croissance et le niveau du PIB mesuré en termes réels n'a toujours pas retrouvé le sommet atteint au cours du premier trimestre 2008. En se limitant au domaine monétaire⁶, deux explications peuvent être avancées.

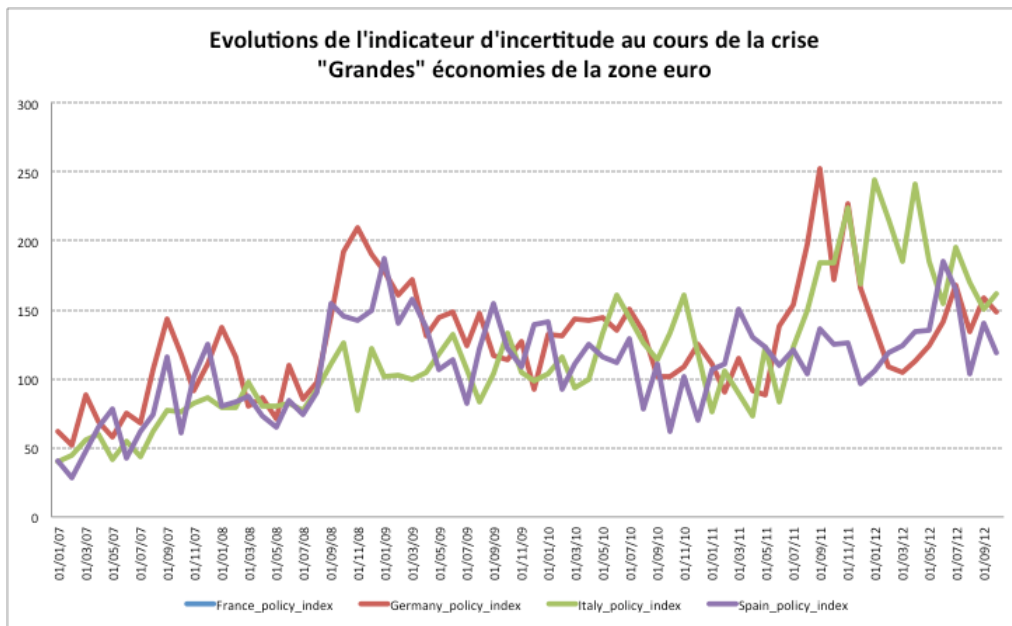
En premier lieu, les mesures non conventionnelles de la BCE, même si elles ont été globalement efficaces, ne sont pas parvenues à assurer l'homogénéité des conditions de financement entre le « centre » et la « périphérie » de l'union monétaire. Par exemple, les dernières baisses de taux décidées par la BCE ont bien été répercutées sur les taux débiteurs des banques allemandes ou françaises, mais pas sur ceux de leurs homologues italiennes et espagnoles. Dès lors, ces baisses n'ont pu avoir d'effets positifs sur l'activité économique dans les pays les plus touchés par la crise.

⁵ Business Cycle Dating Committee du CEPR.

⁶ L'absence de reprise de l'activité économique est fréquemment attribuée au caractère trop restrictif des politiques budgétaires dans le cadre des programmes nationaux d'assainissement des finances publiques.

En deuxième lieu, l'impact de l'amélioration des conditions de financement sur l'activité réelle dépend de la sensibilité des dépenses des agents économiques - ménages et entreprises - à ce rétablissement. Elle est quasiment sans effet sur la demande globale si *IS* est proche de la verticale (cf. la situation représentée dans le quadrant III du Graphique 1) comme c'est sans doute le cas dans une situation caractérisée par une très forte incertitude, notamment relative à la politique économique. Or, appréciée à travers l'évolution de l'indicateur⁷ construit et mis à jour régulièrement par Baker, Bloom et Davis (2011), cette incertitude n'a cessé de monter au cours de la crise. Dans ces conditions, les effets d'une amélioration des conditions financières sur la demande globale et sur l'activité économique rendements pourraient être plus limités qu'à l'accoutumée.

Graphique 10 - Évolution de l'incertitude



Source : http://policyuncertainty.com/europe_monthly.html

Conclusion

Tout au long de la crise, l'action de la BCE a obéi à la même logique d'ensemble qu'en temps normal : elle a cherché à influencer les conditions de financement dans la zone euro pour neutraliser l'impact sur l'activité économique et sur les prix des chocs (principalement financiers) enregistrés par l'économie.

Pour cela, elle a eu recours à son arme habituelle : la modification de ses taux directeurs, complétée par des annonces relatives à leur évolution (« *forward guidance* »). En général, cela l'a conduite à mener une action très accommodante, en maintenant ses taux directeurs à un niveau historiquement bas pour essayer de neutraliser les effets négatifs des chocs successifs sur la demande globale ; mesurés en termes réels, ces taux sont même restés négatifs depuis

⁷ Destiné à mesurer l'incertitude liée à la politique économique, l'indice est construit à partir de deux séries d'informations. Une première composante mesure la couverture médiatique de l'incertitude relative à la politique économique. Une deuxième composante retient les désaccords entre les prévisionnistes économiques comme *proxy* de l'incertitude.

novembre 2009. À deux reprises - tout d'abord en juin 2008, puis en avril et juillet 2011 - son Conseil des gouverneurs a voulu changer cette orientation très accommodante de la politique de taux, en relevant les taux directeurs en réponse aux chocs d'offre provoqués par des envolées des cours des matières premières et/ou des prix des produits alimentaires. Ces deux parenthèses ont été de courte durée ; *a posteriori*, les décisions prises alors n'apparaissent pas judicieuses, même si elles n'étaient sans doute pas dénuées de tout fondement quand elles ont été prises.

Cette action conventionnelle a été précédée, au cours de la phase de turbulences financières qui a débuté en août 2007, d'une première série de mesures exceptionnelles destinées à rétablir un bon fonctionnement du marché monétaire. Ce dispositif a été complété et élargi ; une première fois, à la suite de l'intensification de la crise à partir de la mi-septembre 2008 ; une deuxième fois, après l'éclatement de la crise de la dette souveraine en mai 2010. Un arsenal sans précédent - mesures d'approvisionnement du système bancaire du système bancaire ainsi que plusieurs programmes d'acquisition de titres - a ainsi été constitué. Au moyen de ce dispositif non conventionnel, la BCE cherche à agir *directement* sur les conditions financières pour contrecarrer les effets négatifs des dysfonctionnements observés sur les marchés monétaire et/ou obligataire. Ces mêmes conditions étant influencées *indirectement* par la politique de taux, l'articulation entre les deux aspects - conventionnel et non conventionnel - de l'action de la BCE obéit donc à un principe de séparation qui est la traduction de leur complémentarité : les mesures non conventionnelles sont destinées à rétablir le bon fonctionnement des canaux de transmission à travers lesquels la politique de taux peut améliorer les conditions de financement dans l'ensemble de l'économie, et stimuler ainsi l'activité économique.

Envisagée à l'aune de l'évolution des conditions de financement, l'action de la BCE a bien été efficace. Elle est parvenue à neutraliser leur détérioration observée à la suite de chacun des chocs financiers enregistrés puis à les normaliser. Mais cela n'a pas suffi pour stabiliser l'activité économique dans la zone euro, plus particulièrement dans les économies de sa périphérie. Il y a à cela plusieurs raisons. En premier lieu, si l'on envisage les confrontées à différents scénarios possibles, la BCE a sans doute dosé son action pour empêcher la réalisation du pire - la fin de l'euro - sans aller toutefois jusqu'à prendre toutes les mesures en son pouvoir pour permettre une véritable sortie de crise. En effet, ses dirigeants ont clairement affiché leur souhait de voir les États mettre en place, tant au niveau national qu'au niveau européen, les réformes institutionnelles et structurelles nécessaires à leurs yeux pour permettre un meilleur fonctionnement de l'union monétaire. D'où un véritable jeu de poule mouillée entre la BCE et les gouvernements nationaux - la première adoptant une stratégie destinée à obliger les seconds à agir - se traduisant par la reproduction d'un cycle CRAC⁸ dont les phases sont les suivantes : C(rise) : début de panique ; R(éponse) consistant dans l'annonce de mesures non conventionnelles par la BCE et de mesures « *pour faire avancer l'Europe* » prises par les gouvernements à l'issue d'un sommet européen ; A(mélioration) temporaire de la situation, en particulier des conditions de financement ; C(omplaisance) : à la suite de l'accalmie constatée sur les marchés, les autorités ont l'impression, fautive, que l'on ait sorti de la crise ; elles tardent à agir ce qui conduit à la répétition du cycle. À partir de la fin de l'été 2012, l'annonce de l'OMT par la BCE a fait entrer la zone euro dans une phase A de ce cycle. Mais, à l'automne, les conditions de sa mise en œuvre ne sont toujours pas réunies ; une nouvelle phase C se profilerait-elle à l'horizon ?

⁸ L'acronyme CRIC (*Crisis, Response, Improvement, Complacency, Repeat*) a été proposé par Alan Feldman (Morgan Stanley) pour rendre compte du cycle suivi depuis le déclenchement, à la fin des années 1980, de la crise japonaise.

Références

- Baker, S.R., Bloom, N. et b and S. J. Davis (2011) : « Measuring Economic Policy Uncertainty », 10 October
- BCE (2012, a) : « L'hétérogénéité des conditions financières dans la zone euro et ses conséquences en termes de politique publique » *Bulletin mensuel*, août, pp. 63-76
- BCE (2012, b) : « Évaluation des conditions financières du secteur privé de la zone euro durant la crise de la dette souveraine », *Bulletin mensuel*, août, pp. 77-96
- BCE (2012, c) : « Les mesures non conventionnelles de la BCE, leur incidence et leur suppression », *Bulletin mensuel*, août, pp. 55-69
- Bordes, Ch. et L. Clerc (2010) : « Le principe de séparation et l'art du central banking de la BCE », *Revue d'Économie Politique*, No 120 (2), Mars-Avril, pp. 269-302
- Bordes, Ch. et L. Clerc (2011) : « BCE : quel(s) scénario(s) de sortie de crise ? », *Revue d'Économie Financière*, numéro 103
- Bordes, Ch. and L. Clerc (2013): « The ECB's separation principle: does it "rule OK"? From policy rule to "stop-and-go" policy », *Oxford Economic Papers* (à paraître)