

Les banques centrales face à une crise inédite

L'intervention rapide et de grande ampleur des banques centrales illustre le caractère inédit de la crise depuis mars 2020. Les mesures prises ont notamment permis de garantir le financement à faible coût des entreprises et des États alors que l'activité économique chutait. Depuis le début de l'année, les taux des obligations souveraines européennes progressent légèrement, portés par des perspectives de croissance et d'inflation plus élevées. L'évolution de ces perspectives influera sur les futurs choix de politique monétaire.

Face à la crise sanitaire, la réaction des banques centrales américaine et européenne a été très forte

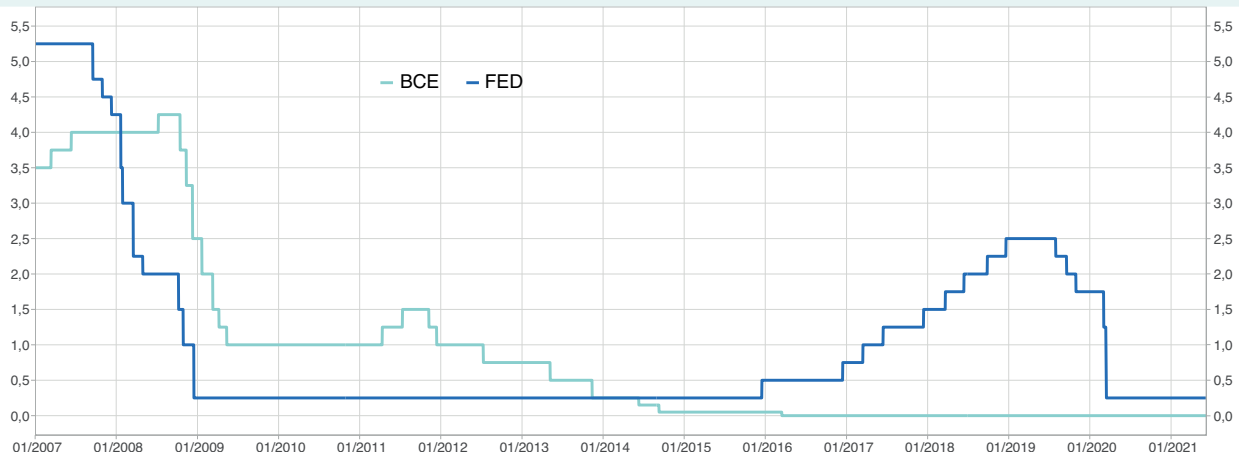
En 2020, face à la crise la réponse de la Réserve Fédérale américaine (Fed) a consisté dans un premier temps à baisser ses taux directeurs (► **figure 1**), tandis

que la Banque Centrale Européenne (BCE) dont les taux étaient déjà proches de zéro les laissait inchangés. Puis les deux institutions ont augmenté significativement les rachats d'actifs sur les marchés financiers pour garantir la stabilité financière¹, ravivant ainsi une mesure dite non conventionnelle (► **encadré**).

¹ À titre illustratif, la Banque centrale européenne définit la stabilité financière comme « une situation dans laquelle le système financier, qui comprend les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de résister aux chocs et de corriger les déséquilibres financiers ». Assurer la stabilité financière consiste alors à réduire « la probabilité qu'apparaissent, dans le processus d'intermédiation financière, des perturbations suffisamment graves pour avoir une incidence négative sur l'activité économique réelle »

► 1. Taux directeurs de la Réserve Fédérale américaine et de la Banque Centrale Européenne

en %

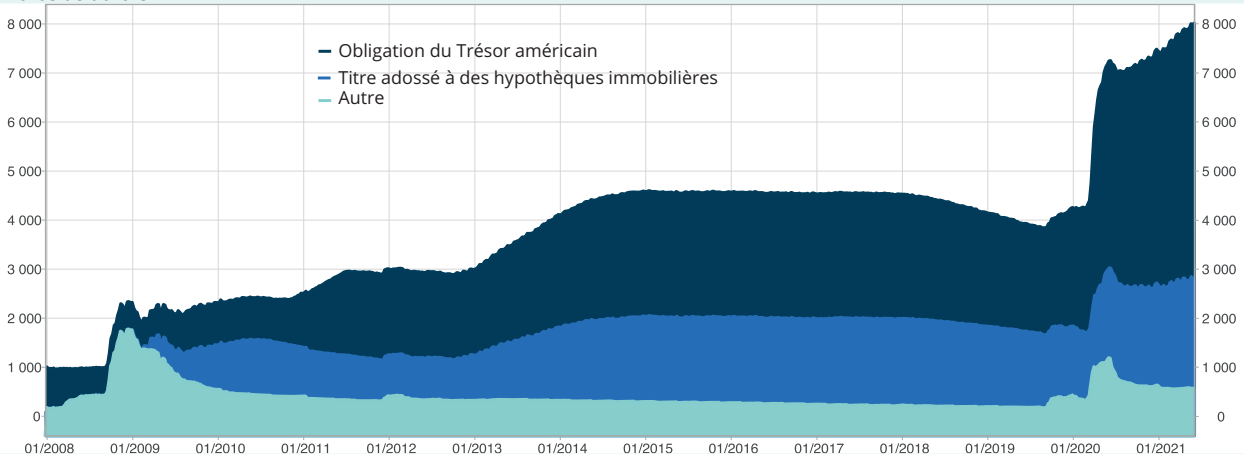


Lecture : depuis la mi-mars 2020, la Fed souhaite que le taux interbancaire américain soit inférieur à 0,25 %. Depuis la mi-mars 2016, la BCE conduit ses opérations de refinancement des banques à un taux fixe de 0 % (taux de refinancement principal).

Source : Fed, BCE

► 2. Actifs au bilan de la Réserve Fédérale américaine

en milliards de dollars



Lecture : les actifs de la Fed représentaient près de 7 900 milliards de dollars le 26 mai 2021.

Source : Fed

Rappel des décisions de politique monétaire depuis mars 2020

Dès le début de la crise sanitaire, les banques centrales ont utilisé les leviers à leur disposition pour assurer la stabilité financière et prévenir une détérioration plus grande encore de la situation économique. La Réserve Fédérale américaine (Fed) a ainsi annoncé le 3 mars 2020 une baisse de son taux directeur¹ de 50 points de base (de 1,75 % à 1,25 %, ► **figure 1**) puis le 15 mars une baisse supplémentaire de 100 points de base (de 1,25 % à 0,25 %) : le taux directeur a ainsi rejoint un niveau comparable à celui atteint lors de la crise financière de 2008, qu'il avait conservé jusqu'en 2015. Parallèlement à ces baisses du taux directeur, des politiques non conventionnelles ont également été mises en place, avec des rachats d'actifs (obligations du Trésor américain et titres adossés à des hypothèques immobilières) annoncés dans un premier temps pour au moins 700 milliards de dollars. Ces rachats se sont poursuivis dans des proportions à même d'assurer « un bon fonctionnement des marchés financiers et une transmission efficace de la politique monétaire »².

À partir de décembre 2020, la Fed les a fixés à 120 milliards de dollars par mois. Le 16 juin 2021, la Fed a décidé de laisser sa politique monétaire inchangée et notamment les montants globaux d'achats d'actifs. Après la publication de projections macroéconomiques plus optimistes en termes de croissance et d'inflation, un nombre croissant de membres du conseil des gouverneurs de la Fed anticipent une remontée des taux en 2023.

De son côté, la BCE n'a pas baissé son taux directeur, celui-ci se trouvant déjà à un niveau très bas (taux de facilité de dépôt³ à -0,5 %, taux principal de refinancement⁴ à 0 % et taux de facilité de prêt marginal⁵ à 0,25 %), et la réponse de la BCE s'est donc tournée vers d'autres types de mesures. Le 12 mars 2020, elle a ainsi annoncé une augmentation des prêts de long terme aux banques, une baisse temporaire des taux de financement des banques à très long terme, ainsi qu'un renforcement de son programme de rachats d'actifs (APP, *asset purchase programme*).

En outre, un programme temporaire de rachats d'actifs a été lancé, doté de 750 milliards d'euros (PEPP, *pandemic emergency purchase programme*) et portant à la fois sur des titres de dette privée et sur des obligations souveraines sur le marché secondaire. Ce programme a été renforcé par la suite à deux reprises (le 4 juin 2020 puis le 10 décembre 2020) pour s'établir à une enveloppe totale de 1850 milliards d'euros et ce jusqu'à fin mars 2022. L'enveloppe est dépensée de manière flexible pour garantir des conditions de financement favorables, son utilisation n'est donc pas préalablement déterminée. L'enveloppe peut ne pas être entièrement utilisée d'ici à l'échéance du programme si cela ne s'avère pas nécessaire, mais peut être recalibrée si besoin. Au total, de mars 2020 à mars 2021, les achats nets d'obligations souveraines du plan PEPP représentant près de 900 milliards d'euros (95 % du total des achats du programme PEPP) ont été alloués de la manière suivante : 24,5 % pour l'Allemagne, 17,6 % pour la France, 17,4 % pour l'Italie et 11,6 % pour l'Espagne⁶. Le 10 juin 2021, la BCE a décidé de maintenir sa politique monétaire inchangée. ●

¹ Plus précisément, la Fed annonce un intervalle dans lequel elle souhaite voir évoluer le taux interbancaire (que les banques utilisent entre elles). Si le taux interbancaire sort de cet intervalle alors elle intervient via des opérations de marché. Le taux directeur mentionné ici correspond alors à la borne maximale de cet intervalle.

² Déclaration du *Federal Open Market Committee* de la Réserve Fédérale américaine le 23 mars 2020.

³ Le taux de facilité de dépôt est le taux de rémunération des dépôts des banques auprès de la BCE. Le diminuer constitue une incitation aux banques à prêter davantage aux acteurs économiques.

⁴ Le taux principal de refinancement est le taux auquel les banques empruntent à la BCE pour une semaine contre du collatéral. Il est le taux directeur principal de la BCE.

⁵ Le taux de facilité de prêt marginal est le taux auquel les banques empruntent à très court terme (24h) à la BCE.

⁶ Source : BCE, calculs : Insee

Conjoncture internationale

Cette politique s'est traduite par une hausse sans précédent du bilan des banques centrales américaine et européenne. La Fed a augmenté la taille de son bilan de 90 % depuis fin février 2020, soit 3740 milliards de dollars (► **figure 2**). À titre de comparaison, le bilan de la Fed représente à présent 36 % du PIB américain de 2019. Le bilan de la BCE, quant à lui, a augmenté de 2 800 milliards d'euros entre la mi-mars 2020 et fin avril 2021, soit une augmentation de 60 % (► **figure 3**). L'ensemble des actifs de la BCE représentent actuellement plus de 60 % du PIB de la zone euro en 2019. La vitesse et l'ampleur de la croissance du bilan de la Fed et de la BCE depuis mars 2020 illustrent le caractère inédit de la période.

Les mesures prises ont permis aux entreprises de continuer à se financer, malgré la chute de l'activité.

Les réactions de la Fed et de la BCE ont permis de maintenir des conditions favorables de crédit bancaire pour les agents économiques. À titre illustratif en zone euro, l'encours de crédit des entreprises² a globalement augmenté de 5,5 % en 2020 (contre 1,8 % en 2018 et

1,6 % en 2019). Cette hausse, la plus forte de ces dix dernières années, s'est concentrée sur les deux premiers trimestres de l'année (264 milliards d'euros au total). Elle tranche avec l'évolution du crédit aux entreprises lors des récessions de la zone euro en 2009 et en 2012³, au cours desquelles le crédit aux entreprises avait diminué.

Cette augmentation de l'encours de crédit aux entreprises s'explique à la fois par des facteurs de demande et d'offre. Du côté de la demande, les besoins des entreprises en trésorerie sont brusquement devenus importants face à la chute de leurs revenus et au maintien de certaines de leurs dépenses, notamment les loyers ou une partie des salaires. Ainsi l'enquête de la BCE auprès des banques⁴ indiquait au deuxième trimestre 2020 que 93 % des entreprises françaises estimaient que le facteur d'emprunt principal était la couverture du besoin en fonds de roulement. Du côté de l'offre ensuite, les banques, incitées par la BCE mais aussi par des mesures spécifiques nationales (prêts garantis par exemple) ont pu continuer de prêter aux entreprises, considérant que celles-ci représentaient toujours une demande solvable face à une crise dont l'origine est exogène à la situation économique.

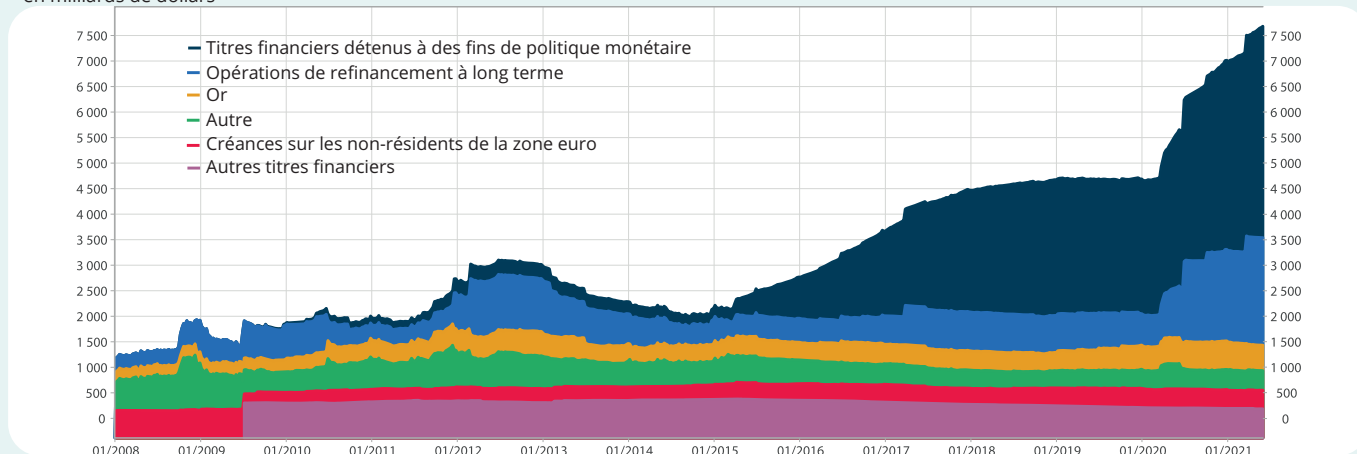
² Il s'agit ici de l'encours net de crédit : les nouveaux montants prêtés sont ajoutés aux anciens toujours dus auxquels les crédits remboursés sont soustraits.

³ En 2009 le PIB de la zone euro a diminué de 4,4 % et en 2012 de 0,9 %.

⁴ Bank Lending Survey

► 3. Actifs au bilan de la Banque Centrale Européenne - Eurosystem

en milliards de dollars



Note : les opérations de financement à long terme correspondent aux emprunts effectués par les banques auprès de la BCE à un horizon supérieur à trois mois.

Lecture : le 10 mai 2021, la somme de la valeur de tous les actifs de la BCE représentait près de 7 600 milliards d'euros.

Source : BCE

L'allocation sectorielle du crédit illustre également la nature nouvelle de la crise de 2020. En 2009, la baisse de l'encours de crédit en zone euro apparaît relativement équilibrée entre les secteurs, mais l'industrie se désendette le plus (► **figure 4**). La récession de 2012 est marquée par un fort désendettement des entreprises du secteur de la construction, reflétant la crise immobilière en Espagne notamment. En 2020, tous les secteurs accroissent sensiblement leur endettement, surtout les secteurs de services affectés par la crise. Ainsi, l'hébergement-restauration augmente son endettement de 21 % en 2020, celui du transport et des communications de 12 % tandis que l'industrie manufacturière ainsi que les services immobiliers et de soutien aux entreprises accroissent leur endettement de près de 6 %.

Les actions des banques centrales ont également facilité les emprunts publics

Les États ont emprunté massivement pour financer les dispositifs de soutien à l'économie et aux revenus ainsi que pour compenser les recettes manquantes. La dette publique rapportée au PIB a ainsi fortement augmenté entre fin 2019 et fin 2020 dans les principaux pays de la zone euro (► **figure 5**) et aux États-Unis. Cependant, le service de la dette des pays européens, qui représente les intérêts versés par les États, est resté très modéré, grâce à la faiblesse des taux d'intérêt.

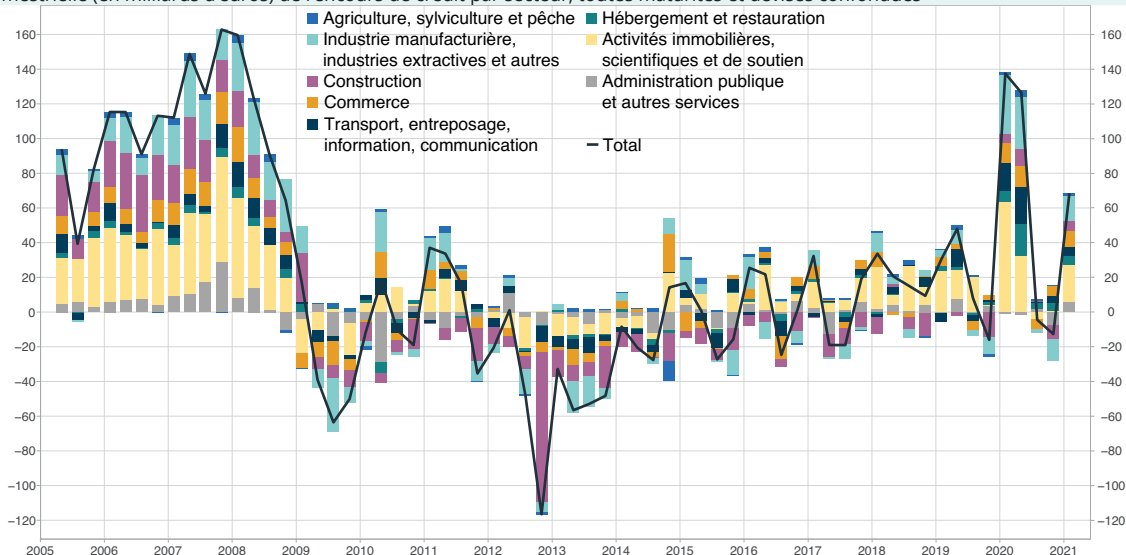
Depuis fin 2020, les taux souverains européens ont légèrement remonté (► **figure 6**). Le taux français à 10 ans s'établit ainsi un peu au-dessus de 0 % depuis la mi-mai 2021, après un point bas à -0,45 % en décembre 2020. Un profil similaire vaut aussi pour les taux allemands, italiens et espagnols. Aux États-Unis, la remontée des taux souverains a démarré plus tôt, dès l'été 2020, et apparaît plus marquée : durant l'été 2020 le taux américain a atteint un point bas à 0,5 %, depuis il a progressé régulièrement jusqu'à dépasser 1,6 % fin mai 2021.

Cette remontée récente des taux souverains reflète un redressement des perspectives de croissance et d'inflation. Une croissance plus élevée incite les investisseurs à détenir des actifs à plus haut rendement que les obligations. Si l'économie reprend de la vigueur, les profits des entreprises et donc les rendements espérés sont susceptibles de s'accroître. L'investisseur aura alors tendance à vendre ses obligations pour acheter des actions. S'agissant de l'inflation, son rôle dans l'évolution des taux souverains provient du fait que l'investisseur s'intéresse au rendement non pas nominal mais réel, c'est-à-dire diminué de l'inflation⁵. Par conséquent, si l'investisseur anticipe une plus forte inflation, il aura tendance à demander un rendement supérieur pour préserver son rendement réel anticipé.

⁵ Autrement dit, s'il reçoit 5 % d'intérêt sur son capital mais que dans le même temps tous les prix augmentent de 10 % alors le rendement réel de son investissement est de -5 %.

► 4. Prêts aux institutions non financières de la zone euro

variation trimestrielle (en milliards d'euros) de l'encours de crédit par secteur, toutes maturités et devises confondues



Lecture : l'encours de crédit aux institutions non financières de la zone euro a augmenté au premier trimestre 2020 de près de 140 milliards d'euros. Source : BCE, calculs Insee

Conjoncture internationale

Plusieurs signaux témoignent d'une remontée des anticipations d'inflation, après un point bas en 2020, notamment aux États-Unis

Plusieurs signaux suggèrent que les agents économiques anticipent une hausse de l'inflation en 2021 : c'est le cas à travers les rendements des obligations observés sur les marchés financiers, les enquêtes de conjoncture auprès des ménages ou encore à travers l'avis des prévisionnistes.

Sur les marchés obligataires il existe plusieurs types d'obligations et notamment certaines dont le taux d'intérêt est fonction du taux d'inflation observé. Ainsi en faisant la différence entre le taux d'intérêt observé sur le marché pour les obligations standards et le taux d'intérêt des obligations indexées sur l'inflation, on obtient le « point mort d'inflation » qui est alors une mesure des anticipations d'inflation⁶. Sur le marché obligataire français, le point mort d'inflation montre une baisse marquée au plus fort de la crise sanitaire, traduisant une anticipation proche de zéro, puis une remontée progressive, notamment depuis début 2021 (► **figure 7**). Le point mort se situait ainsi proche de 1,3 % à la fin mai 2021.

Du côté des enquêtes de conjoncture, les ménages américains anticipaient une inflation de près de 3 % pour 2021 entre mai et août 2020 (enquêtes de

l'université du Michigan). Depuis janvier 2021, les anticipations pour l'année suivante sont de nouveau supérieures à 3 %. En revanche, les soldes d'opinion montrent que les ménages européens anticipaient une augmentation des prix au plus fort de la crise au printemps 2020, mais ils ne semblent pas refléter des anticipations élevées en 2021.

Enfin, la BCE mène une enquête auprès d'une centaine d'institutions pour recueillir leurs prévisions économiques à divers horizons de prévision. Entre le premier et le deuxième trimestre 2021, les anticipations des prévisionnistes quant à l'inflation en 2021 ont été revues à la hausse, en début d'année elles étaient proches de 1 % alors qu'elles ont rebondi à 1,6 % en début de deuxième trimestre.

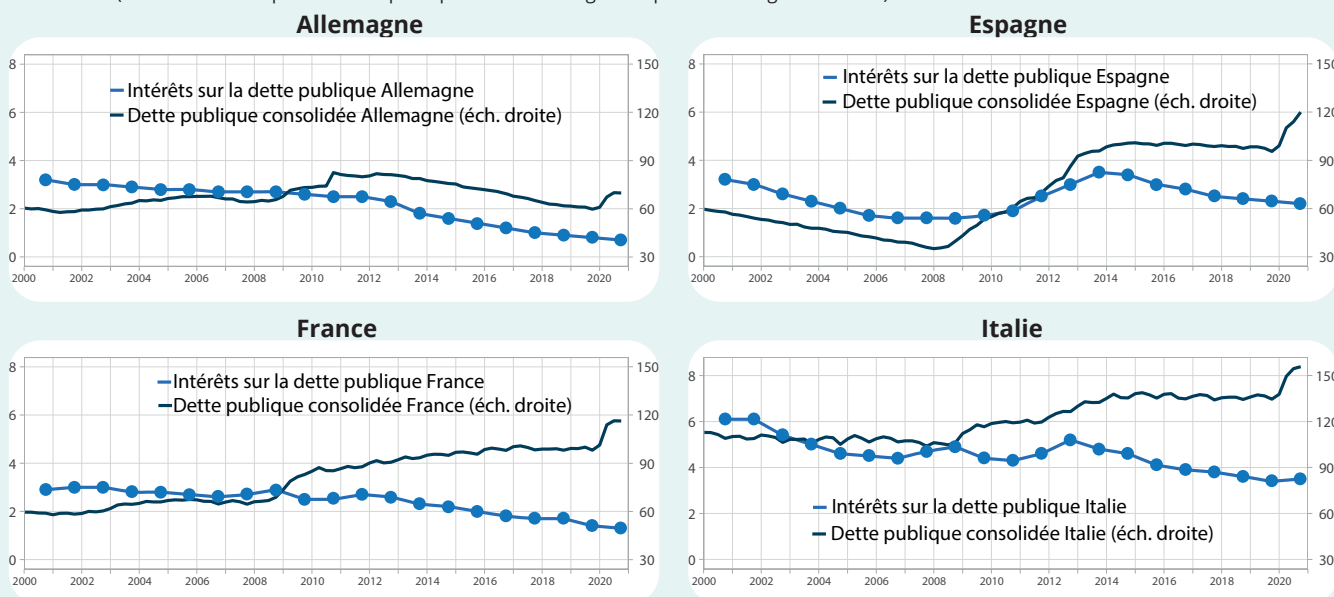
La conduite de la politique monétaire face à la hausse de l'inflation en 2021

Depuis le printemps 2021, et en lien avec les anticipations évoquées précédemment, l'inflation progresse des deux côtés de l'Atlantique (► **figure 8**). L'inflation américaine s'est établie en mai à 4,9 % sur un an, avec une inflation sous-jacente (excluant notamment l'énergie) à 3,8 % sur un an. En zone euro également, l'inflation a gagné en vigueur, à 2,0 % sur un an en mai, avec une inflation sous-jacente à 0,9 %.

⁶ Le point mort d'inflation n'est en réalité pas une mesure exacte des anticipations : il peut inclure d'autres effets généralement faibles comme la prime de liquidité. Point mort = rendement nominal - rendement indexé sur l'inflation. À supposer que le taux d'inflation corresponde au point mort, le rendement réel espéré d'une obligation indexée sur l'inflation est égal à celui d'une obligation standard.

► 5. Dette publique et charge d'intérêts

en % du PIB (échelle de droite pour la dette publique et échelle de gauche pour les charges d'intérêts)



Lecture : la dette publique française représentait 116 % du PIB au quatrième trimestre 2020.

Source : Eurostat

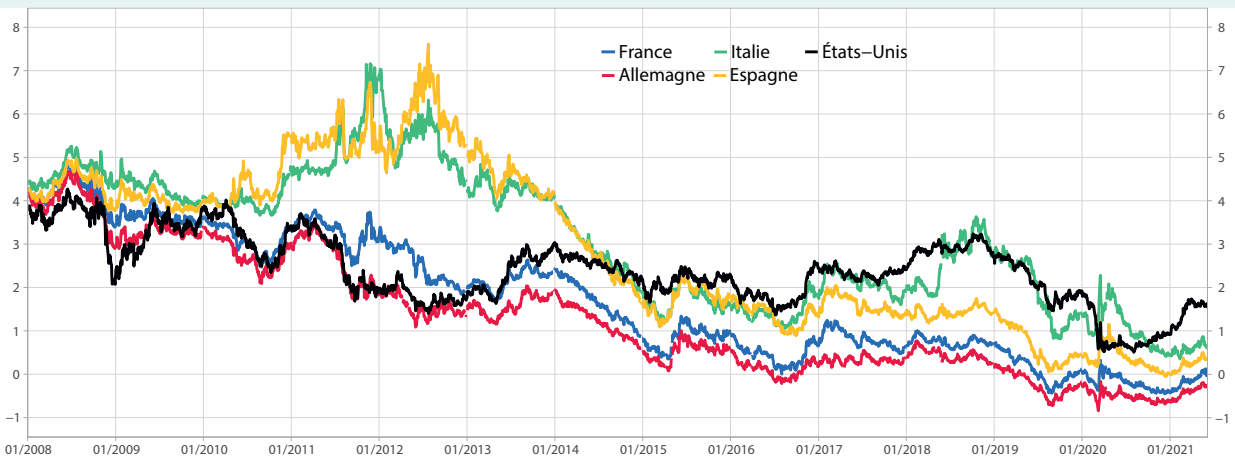
Plusieurs facteurs expliquent cette remontée de l'inflation, dont certains apparaissent temporaires : un effet de base en premier lieu, lié au fait que les prix de 2021 sont rapportés au niveau particulièrement bas atteint en 2020 au plus fort de la crise sanitaire (► **éclairage** de la fiche Inflation) ; un contexte de hausse des prix de l'énergie et des matières premières, lié à la reprise mondiale, ou encore des problèmes d'approvisionnement rencontrés dans certains secteurs (pénurie de semi-conducteurs ou renchérissement des conteneurs). D'autres facteurs sont sans doute à l'œuvre également, comme les effets des soutiens budgétaires massifs aux États-Unis par exemple.

Ces évolutions de l'inflation, comme celles de la croissance, jouent un rôle clé dans la conduite des politiques monétaires. À cet égard, l'interprétation du mandat de la Fed, qui combine stabilité des prix et plein emploi, a évolué en 2020. Concernant la stabilité des prix, la cible d'inflation de 2 % est considérée depuis septembre 2020 comme une cible de long terme⁷, ce qui signifie que si l'inflation a été inférieure à 2 % pendant un temps, l'institution peut autoriser une inflation supérieure à 2 % pour garantir une moyenne de long terme égale à 2 %. Concernant le plein emploi, il est placé à présent en tête de ses objectifs, en y ajoutant une dimension « large et inclusive ». Dès lors, le maintien

⁷ Jusqu'en septembre 2020, la Fed définissait sa cible d'inflation comme étant symétrique autour de 2 %, de sorte que l'inflation soit un peu supérieure à 2 % ou un peu inférieure.

► 6. Taux souverains américains et européens à 10 ans

en %

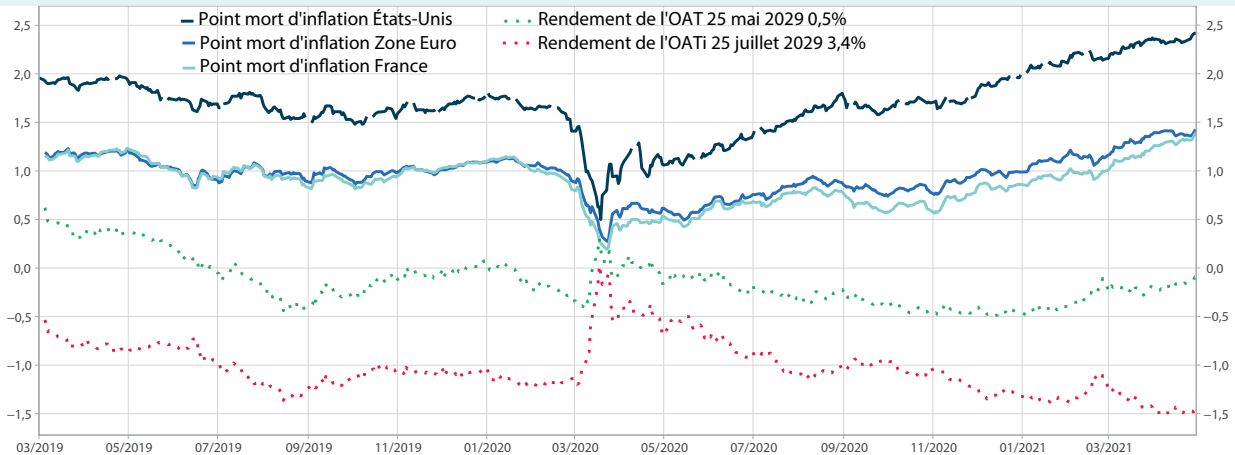


Lecture : le 24 mai 2021, l'État français pouvait emprunter sur les marchés financiers à 0,04 % pour un remboursement dans 10 ans.

Source : DataInsight

► 7. Rendements obligataires et point mort d'inflation

en %



Note : l'agence France Trésor a créé deux types d'OAT (obligation assimilable du Trésor) indexées sur l'inflation : les OATi indexées sur l'inflation française et les OATÉi indexées sur l'inflation en zone euro. La soustraction du rendement nominal d'une OAT standard et du rendement de l'OAT indexée sur l'inflation permettent d'obtenir le point mort d'inflation en France et en zone euro. Celui-ci est une mesure des anticipations d'inflation des marchés financiers. Aux États-Unis ces obligations indexées existent aussi et le même calcul est donc effectué.

Source : Agence France Trésor, Fed

Conjoncture internationale

par la Fed de sa politique monétaire actuelle (taux bas et rachats d'actifs) pourrait signifier que compte tenu de ses nouvelles lignes directrices, l'inflation plus élevée de 2021 serait venue compenser en quelque sorte celle de 2020, dans un contexte où le niveau d'emploi reste en deçà de son niveau maximal (chômage de 5,8 % en mai 2021 contre 3,5 % en février 2020).

Du côté de la BCE, la question est moins prégnante puisque l'inflation est moins élevée et que la reprise économique est moins forte dans la zone euro qu'aux États-Unis. Historiquement, le mandat octroyé à la BCE par les États membres de l'Union européenne

place la stabilité des prix comme objectif premier de l'institution (pas de cible quantitative même si le Conseil des gouverneurs a institué en 1998 le respect d'une inflation « en dessous de 2 % »⁸). Comme la Fed, la BCE mène à son tour une revue stratégique qui doit aboutir à l'automne 2021. Celle-ci pourrait notamment aborder divers sujets en lien avec la politique monétaire : la stabilité des prix, le changement climatique, l'emploi, la digitalisation, etc. L'institution déclare néanmoins que le débat sur la réduction des rachats d'actifs est « prématuré »⁹ puisque les programmes sont prévus pour durer jusqu'en mars 2022. ●

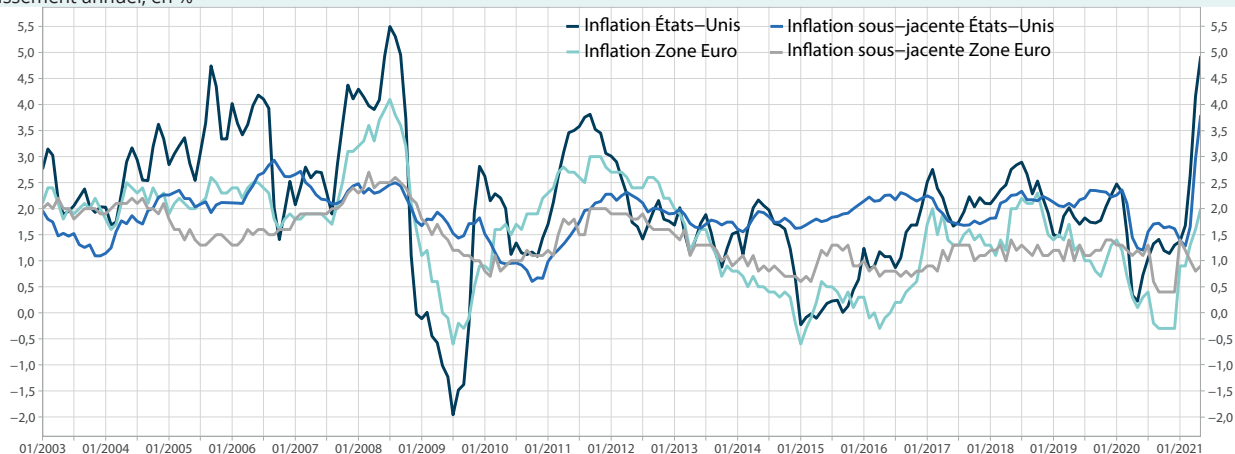
⁸ Le Conseil des Gouverneurs du 13 octobre 1998 définit la stabilité des prix comme « une augmentation annuelle de l'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro en dessous de 2 % ». Cette définition est ensuite clarifiée et la formule « proche mais en dessous de 2 % » est adoptée à partir de 2003.

⁹ Déclaration de Christine Lagarde, présidente de la BCE, lors de la conférence de presse suivant la réunion du conseil des gouverneurs du 22 avril 2021.

Hadrien Leclerc

► 8. Inflation et inflation sous-jacente aux États-Unis et dans la zone euro

en glissement annuel, en %



Source : Eurostat, Bureau of Labor Statistics