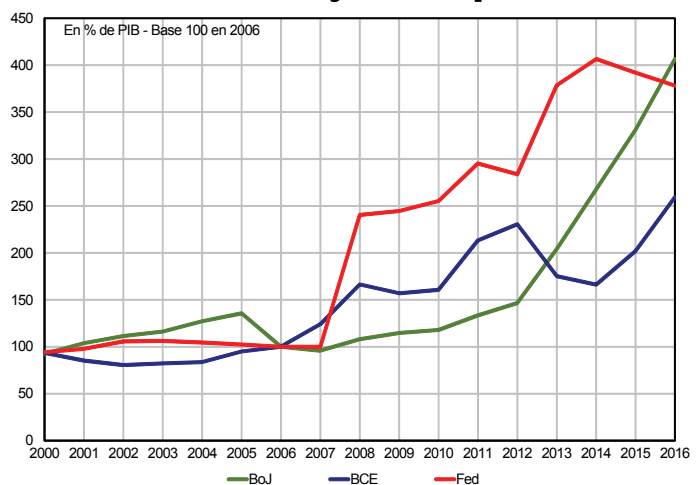


## La taille du bilan des banques centrales, nouvel instrument de la politique monétaire

- Depuis la crise de 2008/2009, les grandes banques centrales des pays avancés ont considérablement accru la taille de leur bilan, notamment à travers des programmes d'achats d'actifs. Avec l'amélioration de la situation économique, la question se pose désormais de l'éventuelle réduction de la taille des bilans - en premier lieu aux États-Unis - et de ses conséquences économiques.
- Aux États-Unis, la Réserve Fédérale (Fed) a amorcé en octobre 2017 la réduction de la taille de son bilan, et continue en parallèle de relever graduellement son taux directeur. En zone euro, la Banque centrale européenne continue d'accroître son bilan, mais à un rythme plus faible.
- La gestion de la taille du bilan est devenue un instrument de politique monétaire à part entière, au même titre que les taux directeurs, du fait notamment de la contrainte basse sur les taux d'intérêt. Les deux instruments peuvent être utilisés pour poursuivre les mêmes objectifs (stabilité des prix et plein emploi) mais ne sont pas parfaitement substituables.
- En effet, les achats d'actifs influencent davantage les taux de long terme que ceux de court terme, à l'inverse des variations de taux directeurs. Ainsi, pour un impact équivalent sur la croissance et l'inflation, les deux instruments affectent différemment le comportement des acteurs financiers et non financiers, la rentabilité des institutions financières, la charge de la dette publique ou encore les taux de change et les flux de capitaux internationaux.
- Il n'y a pas de consensus sur la taille souhaitable du bilan d'une banque centrale en moyenne sur un cycle économique. Un bilan trop grand expose toutefois au risque qu'il n'y ait pas suffisamment de titres éligibles en circulation pour conduire la politique d'achats souhaitée, un problème qui semble proche de se poser au Japon.
- Dans le contexte actuel, les grandes banques centrales devront trouver le bon équilibre entre soutenir la reprise économique et éviter les excès financiers. Même si la reprise économique se poursuit, l'inflation reste faible ce qui amènera probablement les banques centrales à ne durcir que très graduellement leur politique. Toutefois, elles seront également attentives aux prises de risque croissantes des acteurs financiers et pourraient chercher, conjointement avec les autorités prudentielles, à éviter des excès qui pourraient être source de crises futures.

Taille du bilan des grandes banques centrales



Sources : BCE, Eurostat, BoJ, IHS, Fed, Reuters.

# 1. Les banques centrales utilisent la taille de leur bilan comme instrument de politique monétaire

## 1.1 Les banques centrales ont augmenté considérablement la taille de leur bilan ces dernières années

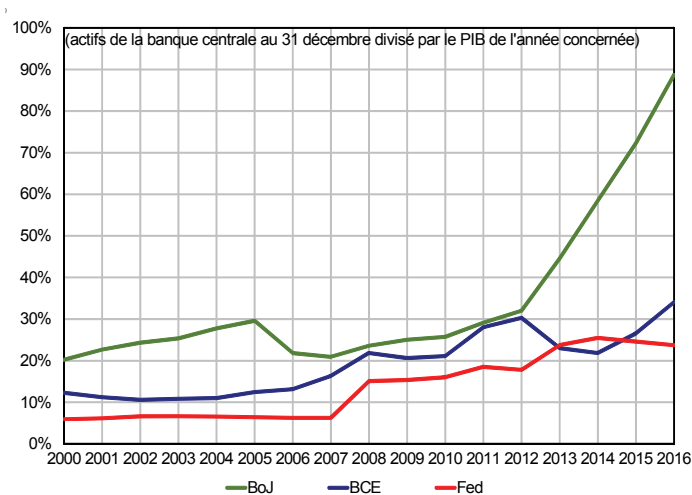
Depuis la crise financière de 2008, les grandes banques centrales des pays avancés ont fortement accru la taille de leur bilan (cf. graphique 1). Cela résulte à la fois de programmes de prêt aux banques et d'assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*, QE) visant à stimuler l'activité et l'inflation après la crise, dans un contexte où les taux directeurs étaient proches de leur limite basse (cf. graphique 2).

Les bilans de la Réserve fédérale américaine (Fed), la Banque centrale européenne (BCE) et la Bank of Japan (BoJ) ont atteint des niveaux similaires en termes absolus

(de 4 000 à 4 500 milliards de dollars en 2016), mais très différents relativement à la taille des économies. Le bilan de la banque centrale représente 24 % du PIB aux États-Unis, 34 % en zone euro et 89 % au Japon (cf. graphique 1).

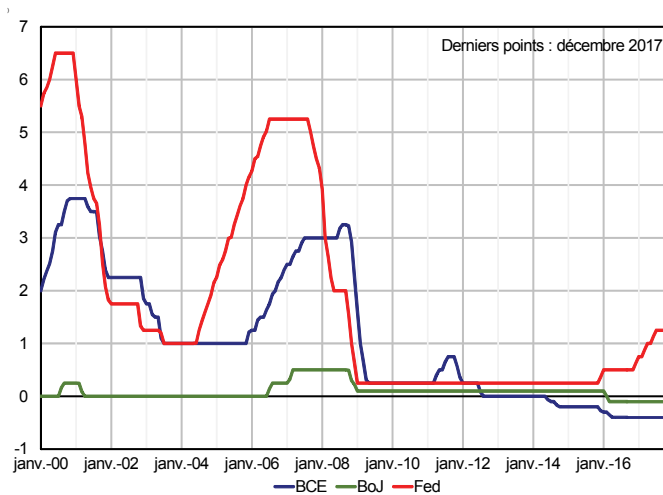
Les grandes banques centrales ont acheté en premier lieu des obligations publiques. Dans une moindre mesure, les programmes incluaient également d'autres titres, par exemple des *Mortgage Backed Securities* (MBS) aux États-Unis ou des obligations d'entreprises privées bien notées en zone euro. La contrepartie au passif des banques centrales de cette augmentation de leur actif est principalement l'augmentation des dépôts des institutions financières (cf. graphiques 3 et 4).

**Graphique 1 : Taille du bilan des grandes banques centrales (% du PIB)**



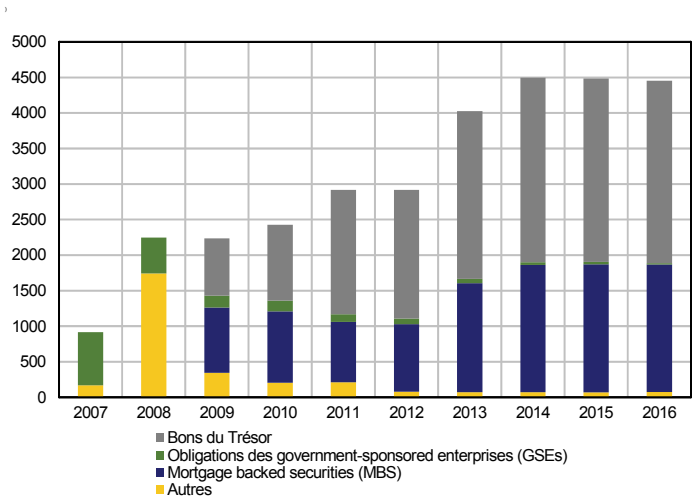
Sources : BCE, Eurostat, BoJ, IHS, Fed, Reuters.

**Graphique 2 : Taux directeurs**



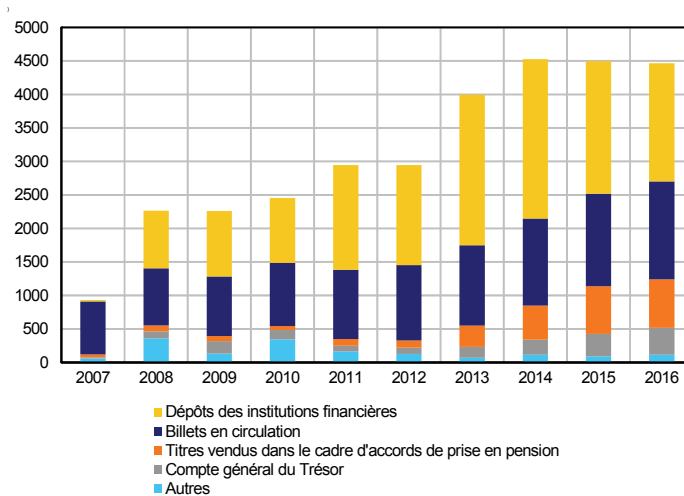
Sources : Global insight, Banques centrales.

**Graphique 3 : Composition de l'actif de la Fed (Md \$)**



Source : Fed.

**Graphique 4 : Composition du passif de la Fed (Md \$)**



Source : Fed.

Les achats d'obligations souveraines peuvent soutenir l'activité et l'inflation par plusieurs canaux. En augmentant la demande pour les obligations souveraines, les achats de titres des banques centrales tendent à réduire leur taux, ce qui peut se transmettre aux coûts d'emprunt des entreprises et des ménages et stimuler leur consommation et leur investissement. La baisse des taux souverains peut également inciter les investisseurs à prendre davantage de risques à la recherche de rendements (le rendement des titres « sûrs » étant affaibli), ce qui peut bénéficier au financement de certains projets risqués. Enfin, la baisse des taux longs souverains augmente les marges de manœuvre de la politique budgétaire, ce qui peut lui permettre d'être plus favorable à la croissance.

## 1.2 La Fed a récemment commencé à réduire la taille de son bilan et les autres banques centrales pourraient suivre à moyen terme

Aux États-Unis, la Fed vient d'amorcer la réduction de la taille de son bilan. Après trois programmes de QE successifs entre 2008 et 2014, la Fed a mis fin à ses achats nets d'actifs fin 2014, estimant que la reprise économique était alors suffisamment robuste pour retirer ce facteur de soutien. Elle a ensuite maintenu entre fin 2014 et septembre 2017 une taille de bilan constante en rachetant des titres à mesure que ceux qu'elle détenait arrivaient à maturité, tandis qu'elle commençait à relever graduellement son taux directeur à partir de fin 2015.

En octobre 2017, la Fed a commencé à réduire progressivement la taille de son bilan. Selon ses annonces, elle devrait privilégier le non renouvellement des titres arrivés à maturité plutôt que leur vente sèche, et tout de même renouveler une partie des titres arrivant à échéance durant les premiers mois de la normalisation pour éviter un redressement des taux longs trop brusque. Ainsi, elle vise de réduire la taille de son bilan de 10 Mds USD par mois au plus dans un premier temps jusqu'à atteindre un rythme de croisière d'au plus 50 Mds USD par mois. Cette réduction doit selon la stratégie de la Fed s'effectuer en « pilote automatique » : l'idée est de se donner une trajectoire fixe de réduction de la taille du bilan et d'ajuster la trajectoire de

taux directeurs au fil de l'eau pour réagir aux évolutions de l'activité et de l'inflation<sup>1</sup>.

En zone euro, la BCE continue d'acheter des actifs, mais à un rythme en diminution. Le bilan de la BCE avait augmenté entre 2010 et 2012 sous l'effet notamment des programmes de refinancement bancaire à long terme (VLTRO), puis diminué entre 2012 et 2014 avec l'extinction progressive de ces programmes.

En mars 2015, alors que la zone euro faisait face à un risque de déflation, la BCE a lancé un programme d'assouplissement quantitatif, dans lequel elle achète à la fois des obligations souveraines des pays de la zone (à proportion de leur poids dans la zone) et des titres privés. D'un rythme initial d'achat de 60 Md€/mois, elle est passée à 80 Md€/mois en avril 2016, avant de revenir à 60 Md€/mois en avril 2017.

En octobre 2017, la BCE a annoncé qu'elle réduirait ce rythme à 30 Md€/mois à partir de janvier 2018, et que ces achats d'actifs se poursuivraient « jusqu'à fin septembre 2018 ou au-delà, si nécessaire, et, en tout cas, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif ». Dans le même temps, la BCE s'est engagée à réinvestir les tombées d'échéances issues de ses programmes d'achat pendant une période prolongée après la fin des achats nets d'actifs, ce qui conduira à maintenir le bilan de l'Eurosystème à un niveau très élevé pour les années à venir.

Au Japon, le bilan de la BoJ continue d'augmenter mais à un rythme moins rapide depuis un an. La BoJ continue d'acheter des titres dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif initié en 2013. En septembre 2016, elle s'est donné un objectif de taux long souverain proche de 0 %, qui semble être devenu prépondérant par rapport à la précédente stratégie d'achat de montants fixes de titres. En pratique, les achats sont désormais de l'ordre 50 000 milliards de yens annuels, contre 80 000 auparavant. La BoJ s'est engagée à continuer d'accroître la masse monétaire jusqu'à ce que l'inflation atteigne et dépasse de manière durable le rythme cible de 2 % par an.

---

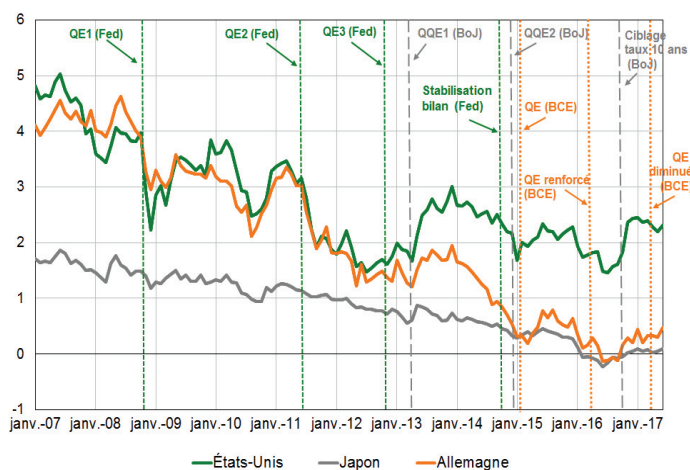
(1) Un avantage de cette stratégie est que les effets économiques et financiers des variations de taux directeurs sont mieux connus et donc potentiellement moins susceptibles de déstabiliser les marchés que les variations de taille de bilan. Cf. Bernanke B. (2017), "Shrinking the Fed's balance sheet", janvier (post de blog).

## 2. La littérature économique n'est pas conclusive sur la taille souhaitable du bilan des banques centrales

### 2.1 L'efficacité des programmes de QE fait plutôt consensus, amenant les banques centrales à considérer la taille de leur bilan comme un instrument à part entière

Les différents exemples d'annonces de QE par des banques centrales ont généralement été associés à des baisses de taux d'intérêt à long terme et plus largement à des baisses sur l'ensemble de la courbe des taux (cf. graphique 5). L'ampleur de l'effet du QE lui-même reste toutefois difficile à quantifier avec précision car il dépend de l'orientation de politique monétaire anticipée avant l'annonce (dans certains cas, le QE a pu être anticipé par les marchés et son effet déjà intégré dans les taux pré-annonce).

**Graphique 5 : Évolution des taux souverains à 10 ans (%) et mise en œuvre des programmes d'achats d'actifs**



Sources : Reuters.

Les principales estimations de l'impact des programmes de QE aux États-Unis entre 2008 et 2014 suggèrent un effet cumulé de l'ordre de 100 points de base sur les taux longs américains<sup>2</sup>. En zone euro, une estimation de la BCE

suggère que le programme d'achats d'actifs lancé en mars 2015 aurait réduit les taux longs en zone euro d'environ 60 points de base, avec un effet plus prononcé sur les pays les plus vulnérables de la zone<sup>3</sup>.

Les effets des programmes de QE sur l'activité et l'inflation sont plus difficiles à quantifier et passent par plusieurs canaux (crédit, taux de change, etc.), mais la plupart des observateurs estiment qu'ils ont été globalement positifs pour les économies les mettant en œuvre<sup>4</sup>. En l'état actuel des connaissances, les banquiers centraux semblent donc disposés à intégrer les programmes de QE comme un instrument à part entière<sup>5</sup>. C'est d'autant plus le cas que le contexte actuel d'inflation faible<sup>6</sup> et de taux neutre faible<sup>7</sup> augmente les risques que les taux directeurs se retrouvent au plancher et donc la nécessité de disposer d'un instrument complémentaire.

### 2.2 Il n'est pas clair qu'il y ait une taille de bilan « optimale » en moyenne sur un cycle économique

Les grandes banques centrales avaient avant crise des tailles de bilan très différentes relativement à la taille de leurs économies, ce qui reflétait notamment des différences dans la gestion opérationnelle de la politique monétaire<sup>8</sup>. Ces différences ne semblent pas avoir eu de conséquences particulières, ce qui suggère qu'il n'y a pas de niveau « optimal » de la taille du bilan en moyenne sur un cycle économique. En effet, ce sont davantage les variations de la taille du bilan que son niveau moyen qui semblent avoir des effets sur la croissance de l'activité.

Certaines contraintes s'imposent toutefois aux banques centrales. En particulier les politiques d'achat des banques centrales peuvent *in fine* être limitées par la rareté des titres en circulation<sup>9</sup>. Au Japon par exemple, la BoJ pourrait à

(2) Cf. Bonis, Brian, Jane Ihrig, and Min Wei (2017), "The Effect of the Federal Reserve's Securities Holdings on Longer-term Interest Rates," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, April 20, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.1977>. Les estimations des auteurs sont d'un ordre de grandeur globalement cohérent (quoique plutôt inférieur) aux autres estimations de la littérature académique auxquelles ils se réfèrent.

(3) Cf. de Santis R. (2016), "Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news", *ECB Working Paper Series*, N° 1939, juillet.

(4) En théorie, il n'est pas forcément évident que les programmes de QE stimulent l'activité et l'inflation mais il existe des raisons de croire que c'est le cas. Pour une discussion, cf. Reis R. (2016), "Funding quantitative easing to target inflation", *CFM discussion paper series*.

(5) Cf. Blinder & al. (2016), "Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis", *NBER WP 22735*.

(6) Cf. Bara Y.-E., Bernard J.-P., Blaize T., Campagne B., François L. et Osman Y. (2017), « Pourquoi l'inflation reste-t-elle si faible dans le monde ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 208.

(7) Cf. Jaubertie A. et Shimi L. (2016), « Où en est le débat sur la stagnation séculaire ? » 2016, *Lettre Trésor-Éco* n° 182.

(8) Cf. par exemple Bernanke (sept 2016), "Should the Fed keep its balance sheet large?" (post de blog).

(9) À l'inverse, un bilan trop petit pourrait théoriquement poser des difficultés opérationnelles de mise en œuvre de la politique monétaire, au sens où la banque centrale manquerait de marges d'action pour fixer les taux courts au niveau souhaité. De telles difficultés ne se manifestaient toutefois pas avant la crise, même pour la Fed, dont la taille du bilan était alors relativement plus petite que celle des autres banques centrales. Compte tenu de la taille actuelle des bilans des grandes banques centrales, ces difficultés sont donc a priori très loin de se poser.

moyen terme se heurter à cette contrainte de rareté sur les obligations publiques. En effet, elle détient près de la moitié du stock des obligations de long terme émises par le Trésor japonais, et certains acteurs privés sont également demandeurs de ces titres compte tenu notamment de leurs obligations prudentielles.

Les banques centrales font également face aux contraintes qu'elles s'imposent sur leurs programmes d'achats d'actifs. En zone euro en particulier, l'Eurosystème achète des titres de dette publique des différents États membres au prorata de leur part au capital de la BCE et se fixe des limites sur la proportion des obligations d'un pays qu'elle s'autorise à détenir. Compte tenu de la diminution du ratio de dette publique allemand, la BCE pourrait être contrainte par le plafond de dette publique allemande qu'elle s'autorise à acheter, même si la diminution prévue du rythme d'achat de titres de la BCE à partir de janvier 2018 réduit ce risque.

De manière générale, il peut être envisageable d'acheter (ou d'acheter davantage) de titres privés face à la raréfaction des titres publics achetables. Cette option expose toutefois au risque de distorsions économiques liées par exemple au traitement différent de différentes classes d'actifs.

Certains observateurs estiment également que les programmes de QE ont un rendement décroissant en fonction de la taille du bilan de la banque centrale, sans que ce point ne soit clairement étayé à ce stade. L'argument est basé sur l'observation des trois programmes de QE successifs de la Fed ces dernières années, qui semblent avoir eu un impact décroissant (le premier programme étant généralement jugé comme le plus efficace et le troisième comme le moins efficace). Il est toutefois probable que l'impact ait dépendu davantage des conditions économiques et financières du moment que de la taille du bilan de la Fed au moment en question. En effet, les conditions financières étaient globalement plus dégradées au moment du premier QE et il a donc davantage contribué à rassurer les marchés soumis à de fortes incertitudes, que les QE suivants qui sont intervenus dans des circonstances où la liquidité financière était plus abondante. Il est néanmoins possible que le premier programme de QE d'une banque centrale ait un effet plus important sur les anticipations des agents que les programmes suivants, s'il est interprété comme créant un

nouvel instrument à la disposition de la banque centrale (ouvrant la possibilité d'autres programmes de QE dans le futur).

La taille du bilan de la banque centrale influence aussi l'ampleur des profits - et des pertes - que la banque centrale peut réaliser. Les banques centrales sont généralement profitables : le taux d'intérêt moyen qu'elles perçoivent à l'actif (sur les titres qu'elles détiennent) est généralement plus élevé que celui qu'elles servent au passif (sur les dépôts des banques). Un plus grand bilan tendra donc plutôt à accroître les profits des banques centrales, et donc les dividendes qu'elles versent aux États. Toutefois, elles peuvent exceptionnellement faire des pertes, soit du fait de difficultés financières d'une institution leur étant contrepartie, soit en raison de mouvements de remontée rapide des taux d'intérêt (leur actif étant plutôt à taux fixe et leur passif plutôt à taux variable<sup>10</sup>)<sup>11</sup>. D'un point de vue économique, de telles pertes ne sont pas particulièrement problématiques - leur ampleur est généralement limitée et les banques centrales restent largement bénéficiaires en moyenne sur un cycle économique<sup>12</sup>. Il n'est toutefois pas à exclure que de telles pertes, si elles venaient à se matérialiser, posent des problèmes d'un point de vue politique, notamment aux États-Unis, dans un contexte où l'indépendance des banques centrales est remise en question par certains.

### 2.3 Les tendances récentes suggèrent que les banques centrales vont conserver durablement une taille de bilan bien supérieure à celle d'avant 2008

La stratégie actuelle de réduction de la taille du bilan de la Fed pourrait amener la taille de son bilan autour de 3 000 Md\$ à horizon 2022 (contre près de 4 500 Md\$ aujourd'hui et environ 900 Md\$ avant crise). Il est toutefois possible que la réduction de la taille du bilan soit moindre, par exemple en cas de récession de l'économie américaine sur la période (les marges de manœuvre pour réduire les taux directeurs pour stimuler l'activité restant limitées) - à l'inverse, une accélération plus rapide qu'anticipé des prix pourrait amener la Fed à réduire plus rapidement la taille de son bilan, même si elle suggère jusqu'ici que c'est

(10) En effet, le passif des banques centrales est notamment constitué des réserves excédentaires des institutions financières, qui sont rémunérées à un taux proche du taux court.

(11) La valeur de marché des titres détenus par une banque centrale peut varier dans le temps du fait des fluctuations des taux d'intérêt. Les banques centrales conservant généralement les titres jusqu'à maturité, ces variations de prix de ne traduisent généralement pas par des pertes, mais d'éventuelles moins-values latentes peuvent être inscrites au résultat de la banque centrale selon ses règles comptables (ce n'est toutefois pas le cas de la Fed et de la BCE, cf. Archer D. et Moser-Boehm P. (2013), "Central bank finances", *BIS Papers* No 71, avril).

(12) Cf. Hall R. et Reis R. (2015), "Maintaining Central-Bank Solvency under New-Style Central Banking", *NBER Working Paper* No. 21173.

davantage avec l'instrument des taux directeurs qu'elle répondrait à des surprises d'inflation positives.

Globalement, il semble probable que la Fed conserve une taille de bilan durablement supérieure à la taille d'avant

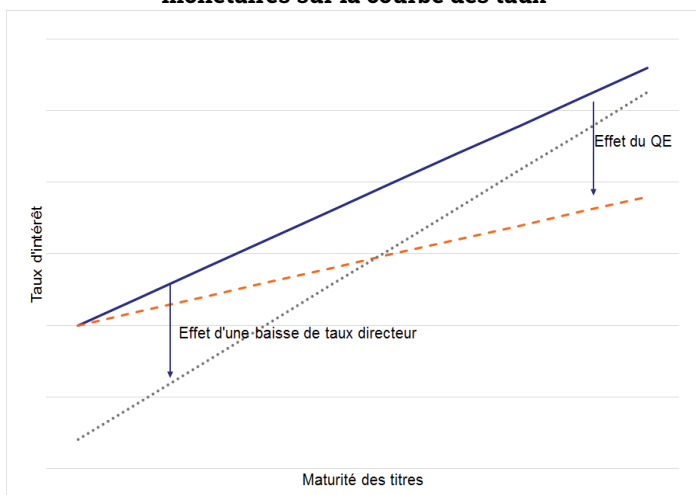
crise. C'est également le cas pour la BCE et la BoJ qui sont moins avancées que la Fed dans le processus de stabilisation puis éventuellement de réduction de la taille du bilan.

### 3. Les politiques de taux et de bilan ne sont pas parfaitement substituables

Les deux instruments contribuent aux objectifs de politique monétaire que sont, selon les banques centrales, la stabilité des prix et, le cas échéant, le plein emploi. De ce point de vue, il y a un certain degré de substituabilité entre les deux instruments, même s'il est difficile de quantifier l'augmentation de taille du bilan qui correspond à une baisse de taux directeur donnée. À titre illustratif, une estimation de la Fed de Kansas City suggère qu'une réduction de 675 Md \$ du bilan de la Fed équivaut à une remontée des taux de 25 pb<sup>13</sup>.

Les deux instruments ont toutefois un fonctionnement différent puisqu'ils agissent sur des parties différentes de la courbe des taux. Ainsi, les variations de taux directeurs tendent à faire varier davantage les taux courts que les taux longs, tandis que les achats d'actifs (en général des obligations publiques à long terme) affectent davantage les taux longs que courts (cf. graphique 6). Cela crée un certain nombre de différences en termes d'impact économique : à effet donné sur l'activité et l'inflation, les deux instruments n'auront pas forcément le même effet sur d'autres variables.

**Graphique 6 : Illustration des effets des instruments monétaires sur la courbe des taux**



Source : DG Trésor.

#### 3.1 Les baisses de taux directeur sont en théorie plus favorables à la rentabilité des banques que les achats d'actifs

La pente de la courbe des taux (différence entre les taux courts et longs) est généralement considérée comme un déterminant important de la rentabilité des banques. En effet, une des fonctions principales des banques est de faire de la transformation de maturité : une partie de leur actif consiste en des prêts à long terme généralement rémunérés au taux de long terme et une partie de leur passif en des dépôts rémunérés au taux de court terme.

En réduisant les taux longs, les achats d'actifs des banques centrales contribuent à « aplatis » la courbe des taux, ce qui tend donc en théorie à réduire la rentabilité des banques, en comparaison de baisses de taux directeurs, qui elles contribuent plutôt à « pentifier » la courbe des taux. La réalité peut cependant être plus compliquée, car les activités et modèles d'affaires des banques sont complexes et variés et les effets relatifs du QE et des variations de taux directeurs sur les autres classes d'actifs détenus par les banques (par exemple les actions ou les produits dérivés) sont mal connus.

Le choix d'instrument de politique monétaire a également un impact sur les assureurs. Les assureurs-vie détiennent généralement à leur actif d'importantes quantités d'obligations de long terme, notamment publiques, et à leur passif des engagements vis-à-vis des épargnants. La baisse des taux sur les obligations affecte la rentabilité des assureurs et les a amenés à réduire progressivement la rémunération des épargnants. Cette réduction est progressive, car les assureurs conservent dans leur portefeuille des obligations plus rentables achetées lorsque les taux étaient moins bas.

Une hausse des taux longs redonnerait à long terme des marges de manœuvre aux assureurs en augmentant la rentabilité de leur actif. À plus court terme, elle engendrerait toutefois des pertes en capital sur le stock d'obligations qu'ils détiennent, qui pourraient peser un certain temps sur la rémunération des épargnants. Si le mouvement est

(13) Cf. Lee Smith A. et Davis Troy (2017), "Forecasting the Stance of Monetary Policy under Balance Sheet Adjustments", Federal Reserve Bank of Kansas City, mai.

rapide, certains épargnants pourraient être incités à basculer vers de nouveaux produits bénéficiant des taux plus élevés des nouvelles obligations et n'ayant pas à supporter l'héritage financier de la période de taux bas.

### 3.2 Les achats d'actifs des banques centrales visent aussi à encourager la prise de risque financière

Les programmes de QE ont aussi pour objectif d'encourager les acteurs financiers à prendre des risques. L'idée est de réduire le rendement des actifs « sans risque » (obligations publiques ou d'entreprises « sûres ») pour amener les investisseurs à la recherche de rendement à acheter des titres plus risqués. Cette plus forte demande pour les titres risqués réduit alors les coûts de financement pour les entreprises risquées et leur permet par exemple d'accroître leur investissement, soutenant l'activité.

Cela peut avoir des conséquences pour la stabilité financière : par exemple, une situation dans laquelle l'épargne mondiale serait abondante, les opportunités de placements à rendement élevé rares, et les politiques prudentielles défaillantes, pourrait amener à la formation de bulles sur certains marchés.

Il est toutefois difficile de juger si, à impact macroéconomique donné, le QE encourage davantage à la prise de risque - et pose donc davantage de risques pour la stabilité financière - que des baisses de taux directeur. De manière générale, le contexte de taux bas de ces dernières années, à la fois sur les maturités courtes et longues, a pu inciter les agents économiques dans les pays avancés, et en particulier les entreprises, à accroître leur endettement.

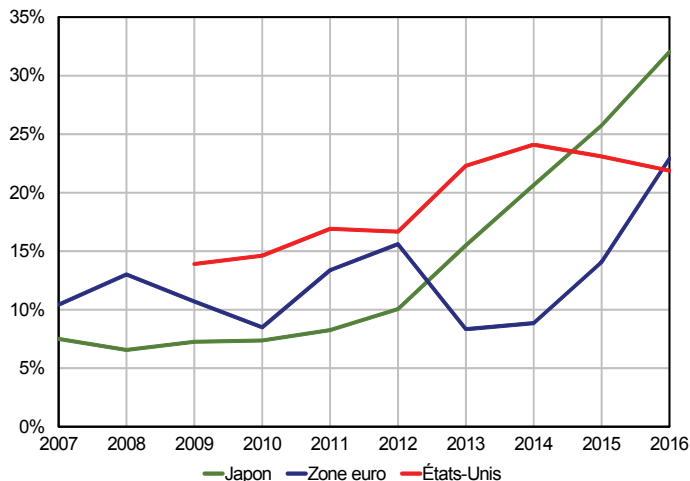
### 3.3 Les achats d'actifs des banques centrales réduisent la charge de la dette publique

Une part importante de la dette publique des grands pays avancés est désormais détenue par les banques centrales de ces pays (cf. graphique 7) : plus de 20 % aux États-Unis et en zone euro et plus de 30 % au Japon.

En faisant varier les taux d'intérêt, la conduite de la politique monétaire peut avoir des effets importants sur la charge de la dette publique. Ces effets dépendront à la fois des instruments de politique monétaire utilisés (taux directeurs ou taille du bilan) et de la structure de la dette publique (répartition entre dette à court et à plus long terme). De manière générale, si la dette publique est davantage émise sur des maturités de long terme, la charge de la dette sera à terme davantage affectée par les programmes de QE que par les variations de taux directeurs. Toutefois, ces effets mettront plus de temps à se matérialiser, car la dette de

long terme est renouvelée plus graduellement que la dette de court terme. Comparer de manière précise l'impact des deux instruments (taux directeurs et taille du bilan) nécessiterait donc une étude plus approfondie tenant compte de la structure exacte de la dette publique des pays concernés.

**Graphique 7 : Part de la dette publique détenue par les banques centrales**



Sources : Fed, BoJ, BCE, AMECO, DG Trésor.

Un calcul illustratif d'ordre de grandeur suggère que les effets de la réduction de la taille du bilan des banques centrales sur la charge d'intérêts peuvent être conséquents. Par exemple, une hausse de 100 points de base des taux longs aux États-Unis (ce qui, si l'on en croit les chiffres cités ci-dessus, correspondrait à l'ordre de grandeur approximatif de l'effet d'un retour du bilan de la Fed à sa taille d'avant crise) accroîtrait à terme - c'est-à-dire après renouvellement complet de la dette publique, ce qui prendrait approximativement une décennie - la charge d'intérêts sur la dette publique d'environ 1 point de PIB. Les ordres de grandeur sont comparables pour les autres grands pays avancés. Cette dégradation des finances publiques serait toutefois compensée au moins en partie par les effets de l'amélioration de la situation économique qui est une précondition de la réduction de la taille du bilan des banques centrales.

### 3.4 Les instruments de la politique monétaire peuvent avoir des effets de débordement différents sur le reste du monde

Une baisse de taux directeur comme une hausse de la taille du bilan auront tendance à entraîner une dépréciation du taux de change, mais pas forcément dans les mêmes proportions. Le taux de change est un des canaux de transmission de la politique monétaire : une diminution des taux d'intérêt (courts ou longs) tend à déprécier le change, ce qui stimule l'activité et l'inflation. À effet donné sur

l'activité et l'inflation, il est possible que le taux directeur ait davantage d'effet sur le taux de change (et donc davantage d'effets de débordement internationaux) que les achats d'actifs. En effet, les taux de change semblent historiquement davantage corrélés aux taux d'intérêt de court terme que de long terme. Des déclarations récentes de Laël Brainard, membre du conseil des gouverneurs de la Fed, vont dans ce sens, même si davantage de travaux empiriques sont nécessaires pour accréditer davantage ou infirmer cette idée<sup>14</sup>.

Les programmes de QE ont contribué à générer d'importants flux de capitaux vers le reste du monde, et en

particulier les économies émergentes. À l'inverse, l'annonce par la Fed du ralentissement de ses achats de titres en 2013 (*tapering*) a amené des sorties de capitaux importantes d'un certain nombre de pays émergents, avec des effets parfois déstabilisateurs (*taper tantrum*). À ce stade, il n'est toutefois pas établi avec certitude que les flux de capitaux internationaux soient plus sensibles aux programmes de QE qu'aux variations de taux directeurs.

**Laure BAQUERO, Mehdi EZZAIM, Stéphane SORBE**

(14) Par exemple, il est possible que la moins bonne corrélation entre taux longs et taux de change s'explique par des épisodes de forte aversion au risque des marchés, pendant lesquels le dollar tend à s'apprécier et les taux longs américains à diminuer, ce qui va en sens opposé de la corrélation en temps « normal ».

#### Éditeur :

Ministère de l'Économie  
et des Finances  
Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

#### Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

#### Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

#### Mise en page :

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

### Derniers numéros parus

#### Décembre 2017

**N°212.** Potentiels de commerce : quelle stratégie pour le commerce extérieur ?

Julien Arthur, Alisson Dray

**N°211.** Les défis de la démographie au Maghreb

Fabien Bertho, Christine Brodiak, Laurent Chopiton, Grégoire de Warren, Guillaume Dufour, Garance Skorzewski, Adrien Sperry, Aubin Weissmuller

#### Novembre 2017

**N°210.** Mondialisation, croissance et inégalités : implications pour la politique économique

Valentin Cohen, Louise Rabier, Linah Shimi

**N°209.** Comment expliquer le niveau élevé de l'excédent courant allemand ?

Maylis Bechetoille, Titouan Blaize, Benoît Campagne, Diane de Waziers

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>

[in](#) Direction générale du Trésor

[t](#) @DGTrésor

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.*