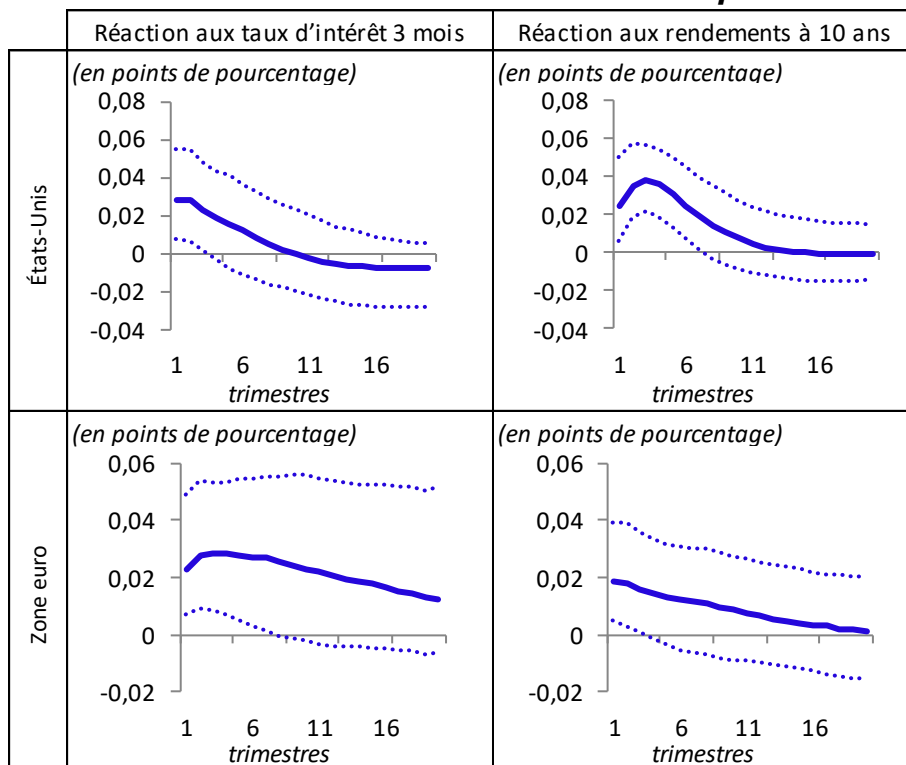


Assouplissement quantitatif : la politique du chacun pour soi ?

Par [Christoph Grosse Steffen](#), Adriana Lojschova et Adrian Penalver

La politique monétaire non conventionnelle a rouvert le débat sur la guerre des monnaies. La Réserve fédérale américaine a commencé la normalisation de son bilan; ceci a suscité la crainte de répercussions internationales. Toutefois, les effets des politiques conventionnelles et non conventionnelles sont peu différents. Une plus grande coordination internationale n'est donc ni plus ni moins appropriée avec deux instruments qu'avec un seul.

Graphique 1 : Réponse du taux de change à des chocs de taux d'intérêt domestiques ¹



¹Réactions à un choc de 25 points de base sur les taux court et long pour les deux économies. Les lignes continues retracent la trajectoire médiane ; les lignes en pointillé représentent les limites supérieure et inférieure (68 %). Une hausse/baisse correspond à l'appréciation/la dépréciation de la monnaie nationale. Nous utilisons le taux de change EUR/USD nominal.

Les débats de politique économique internationale laissent apparaître de façon récurrente l'inquiétude que des politiques conçues pour atteindre des objectifs nationaux puissent avoir des conséquences négatives pour des pays étrangers. Un

assouplissement de la politique monétaire, par exemple, contribue à stimuler la demande intérieure, mais il fait également baisser le taux de change, rendant les importations plus onéreuses. La baisse du taux de change entraîne un report, au profit des producteurs nationaux, de la demande adressée aux producteurs étrangers.

La réaction des banques centrales étrangères consiste soit à procéder elles-mêmes à l'assouplissement de leur politique monétaire, soit à intervenir sur le marché des changes afin d'empêcher l'appréciation de leur propre monnaie, risquant ainsi de déclencher une guerre des monnaies.

Le durcissement de la politique monétaire aux États-Unis et la décision de la Fed de procéder à une réduction de la taille de son bilan ont ravivé cette crainte. Pour la sortie de sa politique monétaire exceptionnellement accommodante, la Réserve fédérale a potentiellement deux instruments de politique monétaire à sa disposition : la taille de son bilan et les taux d'intérêt nominaux à court terme. Cette possibilité de recourir à deux instruments accentue-t-elle le risque de répercussions ? Faut-il en plus une coordination monétaire internationale selon les axes proposés par [Mishra et Rajan \(2016\)](#) ?

Le Gouverneur Brainard sur les répercussions internationales de la normalisation du bilan de la Fed

Dans un récent [discours](#) (juillet 2017), Mme Lael Brainard, membre du Board de la Réserve fédérale des États-Unis, a décliné les possibles retombées à l'international d'un recours à une réduction de la taille du bilan de la Fed au lieu d'un relèvement des taux d'intérêt à court. La réduction de la taille du bilan de la Fed entraînerait une hausse des primes de terme sur les taux d'intérêt à plus long terme. Les deux canaux influent donc sur les taux d'intérêt de marché et sur la demande intérieure. Toutefois, selon Mme Brainard, l'effet de l'ajustement du bilan sur le taux de change pourrait être moins prononcé que celui d'une action sur les taux d'intérêt à court terme.

Selon elle, si le FOMC choisissait de relever plus lentement le taux des fonds fédéraux et de réduire le bilan plus rapidement que prévu, le dollar s'apprécierait moins rapidement vis-à-vis des autres principales devises. Or, une appréciation moins importante du dollar serait moins favorable à la zone euro, rendant plus difficile à atteindre l'objectif d'un ajustement durable de la trajectoire d'inflation, condition préalable pour mettre un terme aux achats nets d'actifs par l'Eurosystème.

Des résultats contrastés quant à l'ampleur des répercussions

Aux États-Unis comme dans la zone euro, les éléments empiriques ne permettent pas de déterminer si les opérations de bilan affectent moins le taux de change que la politique monétaire conventionnelle. D'un côté, d'après certaines études, le taux de change serait plus sensible à la trajectoire des taux à court terme qu'aux ajustements de bilan (cf. par exemple [Alon et Swanson \(2011\)](#) ; [Ferrari et al. \(2016\)](#) ; [Stavrakeva et Tang \(2016\)](#)). De l'autre, plusieurs études constatent peu de différences entre la sensibilité du taux de change aux taux d'intérêt à court terme et

celle aux taux à long terme ([Glick et Leduc 2015](#) ; [Swanson 2017](#) ; [Ammer et al. 2016](#)). Le *Federal Reserve Board* à travers l'*International Financial Division* estime que les politiques conventionnelles et non conventionnelles ont des effets similaires sur le dollar (Ammer et al. 2016).

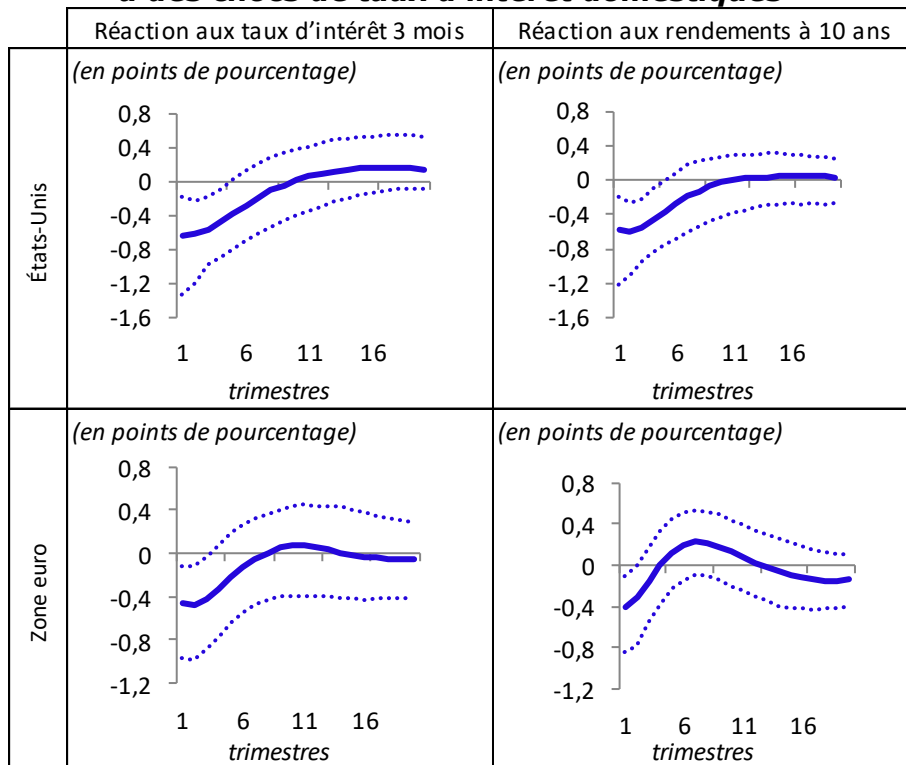
L'ampleur des répercussions est similaire

Nous estimons des modèles vectoriels autorégressifs pour les économies américaine et zone euro, incluant cinq variables : les taux d'intérêt nominaux à 3 mois, les rendements nominaux des emprunts publics à dix ans, le taux de change nominal, la croissance du PIB en volume et l'inflation. Nous imposons des restrictions de signe explicites afin d'identifier les chocs dans le modèle VAR. Ces restrictions sont fondées sur la théorie économique et des régularités empiriques communément admises.

Nous prêtons une attention plus particulière à l'impact domestique des chocs de taux d'intérêt à court et à long termes sur les économies des États-Unis et de la zone euro. Le graphique 1 montre les réactions du taux de change nominal à un choc de 25 points de base sur le taux Eonia pour la zone euro et le taux Libor à 3 mois pour les États-Unis, et sur les rendements des emprunts publics à dix ans de référence pour les deux économies. Cela représente, respectivement, les chocs de politiques conventionnelles et non conventionnelles. La politique monétaire conventionnelle agit en effet par le biais du taux directeur à court terme et les ajustements du bilan de la banque centrale, par celui des primes de terme.

Les résultats suggèrent que les deux chocs ont un impact initial sur le taux de change qui diffère très peu entre les deux économies. Le graphique 2 décrit l'effet sur le PIB de ces chocs. Selon les résultats, les effets de la politique monétaire non conventionnelle ne semblent pas différer, d'un point de vue quantitatif, de ceux de la politique conventionnelle.

Graphique 2 : Réponse du PIB en volume à des chocs de taux d'intérêt domestiques ¹



¹Réactions à un choc de 25 points de base sur le taux court et sur le taux long pour les deux économies. La ligne continue retrace la trajectoire médiane, et les lignes en pointillé représentent les limites supérieure et inférieure (68 %).

Bien que le taux de change semble plus sensible au choc de politique monétaire conventionnelle, le mécanisme de transmission à la production et à l'inflation est globalement très similaire. Par conséquent, il est difficile de croire qu'un recours simultané aux deux instruments offre des options en termes d'emploi et d'inflation significativement différentes de celles obtenues avec la seule mise en œuvre d'une politique conventionnelle. *Conformément à cette conclusion, le FOMC a décidé de ne pas recourir à la réduction de ses portefeuilles d'actifs comme instrument de politique monétaire actif durant la phase de normalisation du bilan, et de procéder à l'ajustement de son bilan à un rythme progressif et pré-annoncé.* En juin 2017, le [FOMC](#) a affirmé que la modification de la fourchette-objectif pour le taux des fonds fédéraux constituait son principal outil d'ajustement de l'orientation de sa politique monétaire.

D'une manière générale, il y a peu de raisons de craindre que l'abandon progressif des politiques non conventionnelles ait des répercussions plus importantes à l'échelle internationale qu'un durcissement équivalent de la politique monétaire conventionnelle. Une plus grande coordination internationale n'est donc ni plus ni moins appropriée avec deux instruments qu'avec un seul.