

C R O N O S
F I N A N C E

Politiques monétaires
ultra-accommodantes des
Banques Centrales



Politiques monétaires
ultra-accommodantes des
Banques Centrales

Rim El Bernoussi

Février 2018

Table des matières

1. Introduction	4
2. Objectifs et historique des politiques monétaires déployées par :	5
2.1 La Banque Nationale Suisse – BNS	5
2.2 La Banque Centrale Européenne – BCE	6
2.3 La Réserve Fédérale des Etats-Unis – FED	7
2.4 La Banque Centrale d'Angleterre – BoE	8
2.5 La Banque Centrale du Japon – BoJ	9
3. Conséquences des politiques ultra-accommodantes	10
4. Analyse : Quelles sorties pour ces politiques ?	21
5. Conclusion	25

Introduction

Suite à la crise des *subprimes* de 2008-09, la plupart des banques centrales ont mis en place des politiques non conventionnelles et ultra expansionnistes : taux d'intérêt proches de zéro voire négatifs, injection massive de liquidités (c'est-à-dire de monnaie créée par les banques centrales), et programmes d'assouplissement quantitatifs.

La crise des *subprimes* a accentué le risque de déflation, qui était déjà présent avant 2008 surtout à cause du vieillissement de la population, de la baisse de productivité et de la mondialisation. L'éclatement de la bulle des *subprimes* a rendu nécessaire ces mesures non conventionnelles, les outils traditionnels n'étant pas assez puissants au vu du risque trop important de déflation par la dette, de krach boursier et de crise de confiance des consommateurs.

Une politique monétaire dite expansionniste a pour objectif d'accroître la masse monétaire mise en circulation par la banque centrale, grâce à une baisse des taux d'intérêt et/ou une injection de liquidités, afin de pousser les principaux acteurs financiers à investir, consommer, mais également faciliter l'octroi de crédit et déprécier la monnaie locale, dans le but de relancer la croissance économique.

Lors de la crise financière de 2009, cette solution s'était imposée à la majorité des banques centrales, afin d'empêcher une catastrophe, un désastre encore plus grave que celui de 1929. Cependant et depuis 2010, les banques centrales n'arrivent pas à se défaire de ces politiques ultra-accommodantes, avec un espoir toujours plus important de relancer l'inflation et le crédit, malgré un niveau de surendettement mondial plus qu'élevé.

La monnaie créée par les banques centrales (qui se présente sous forme de billets et de pièces et des avoirs des banques commerciales à la banque centrale), représente aujourd'hui près de 30% du PIB mondial, contre 6% à la fin des années 90.

«La danse continue jusqu'à ce que la musique finisse par s'arrêter. Et plus longtemps et plus fort joue la musique, plus assourdissant est le silence qui suit. Le marché ne sera plus liquide lorsque cette liquidité sera le plus nécessaire. Et l'illusion de la liquidité permanente est tout aussi répandue maintenant que par le passé.»¹

Claudio Borio, responsable de la cellule économique de la Banque des Règlements internationaux (BRI)

Mais avant de s'intéresser davantage aux conséquences de la mise en place de ces politiques ainsi qu'à leurs éventuelles sorties, nous allons d'abord jeter un rapide coup d'œil aux objectifs et aux types de politiques monétaires déployées ces dernières années par les cinq principales banques centrales que sont : la Réserve Fédérale Américaine FED, la Banque Centrale Européenne BCE, la Banque Centrale du Japon BoJ, la Banque d'Angleterre BoE et la Banque Nationale Suisse BNS.

¹ BIS Quarterly Review September 2014 – media briefing : http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_q11409_ontherecord.htm

La Banque Nationale Suisse – BNS

Objectifs et historiques des politiques monétaires

Objectifs

Conformément à la Constitution (art. 99) et à la loi sur la Banque nationale (LBN) du 3 octobre 2003, la BNS doit se laisser guider par l'intérêt général du pays et donner la priorité à la stabilité des prix, en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Elle établit ainsi une condition fondamentale pour l'évolution de l'économie. La BNS assimile la stabilité des prix à une hausse annuelle inférieure à 2% des prix à la consommation.

Evolution des politiques monétaires

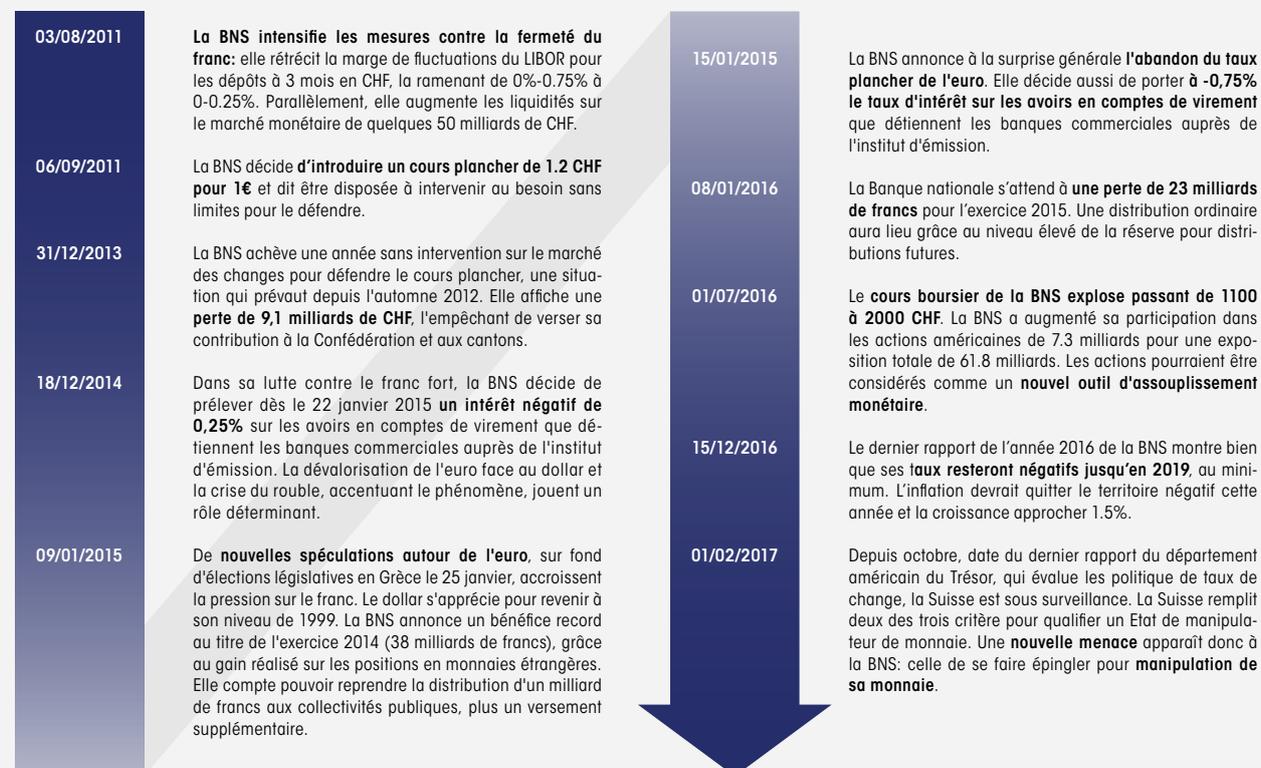
Jusqu'en 2011, la Banque Nationale Suisse avait recours à des instruments traditionnels, c'est-à-dire au pilotage du taux interbancaire représenté par le LIBOR 3 mois, pour respecter son objectif. Cependant, la crise de la dette européenne ainsi que le Tsunami au Japon et la catastrophe de Fukushima ont déstabilisé la bourse mondiale, et replacé le franc suisse en tant que valeur refuge. Les investisseurs se sont concentrés massivement sur l'achat de franc, surévaluant ce dernier à des seuils jamais atteints auparavant. Le taux de change EURCHF passe de CHF1.45/€1 durant l'introduction de l'euro en 2002 à moins de CHF1.15/€1 mi-2011 comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-dessus.

Figure 1 : Taux de change CHF pour 1 EUR, 2005-2011



Source : www.xe.com

Depuis Septembre 2011, plusieurs politiques monétaires dites non conventionnelles et ultra-accommodantes ont été effectuées par la BNS afin de diminuer les tendances haussières du franc suisse, comme cela apparaît ci-dessous :



À la fin de l'année 2016, le bilan de la BNS est de CHF 746'502 millions (USD 758'563.26 millions) soit 112.66% du PIB.

La Banque Centrale Européenne – BCE

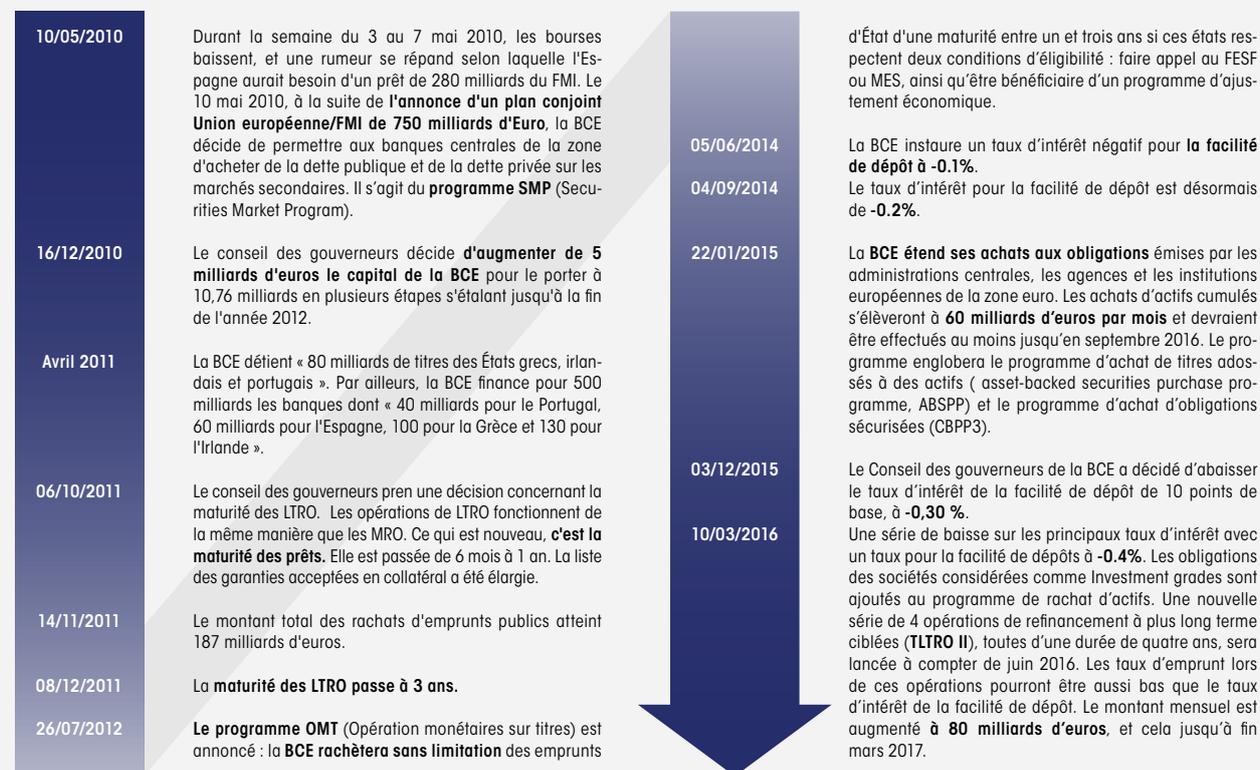
Objectifs et historiques des politiques monétaires

Objectifs

Site internet de la BCE	Interprétation
<p>L'article 127, paragraphe 1, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne définit l'objectif principal de l'Eurosystème :</p> <ul style="list-style-type: none"> « L'objectif principal du Système européen de banques centrales et de la politique monétaire unique dont elle est responsable est de maintenir la stabilité des prix » « Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne ». Il s'agit notamment du « plein emploi » et de la « croissance économique équilibrée ». 	<ul style="list-style-type: none"> → La stabilité des prix : l'objectif principal → Politique monétaire unique : l'unicité de la zone euro → Autres objectifs possibles : politiques économiques générales de l'Union (si l'objectif principal est atteint) <ul style="list-style-type: none"> • Taux de change (Eurogroupe) / Politique de réserve • Chômage / croissance

Les opérations régulières de la BCE avant la crise :

- 1) Principales opérations de refinancement (MRO)
- 2) Opérations de refinancement à plus long terme (LTRO)
- 3) La facilité de prêt marginale et la facilité de dépôt
- 4) Opérations de réglage



En 2016, le bilan de la BCE est de € 3'661'439 millions (USD 4 338 322,54 millions) soit 32% du PIB européen.

Réserve fédérale des États-Unis – FED

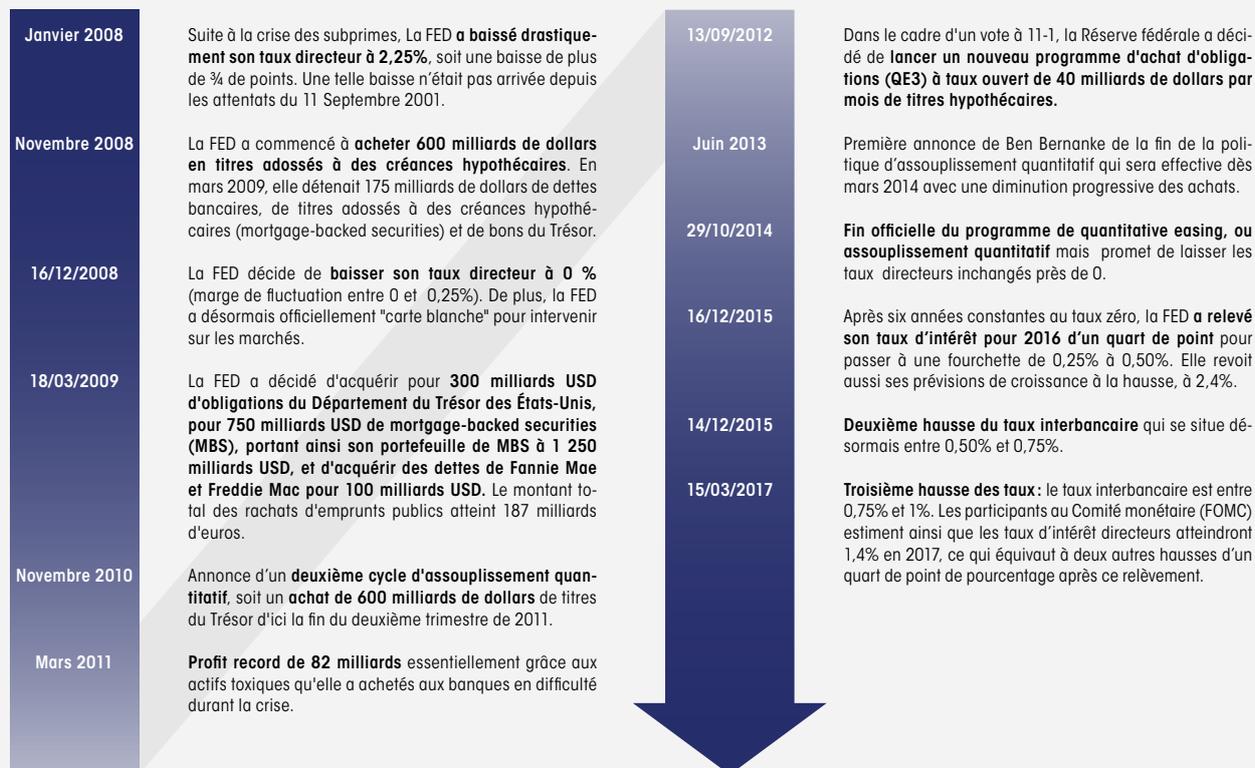
Objectifs et historiques des politiques monétaires

Objectifs

Le Congrès des États-Unis a défini trois objectifs de politique monétaire dans le Federal Reserve Act :

- Emploi maximal
- Prix stables
- Taux d'intérêt modérés à long terme

Les deux premiers sont souvent appelés le « double objectif » ou « double mandat » de la Fed. La stratégie de politique monétaire est quantifiée à un objectif de 2% d'inflation mais aucune cible fixe quantitative pour le chômage.



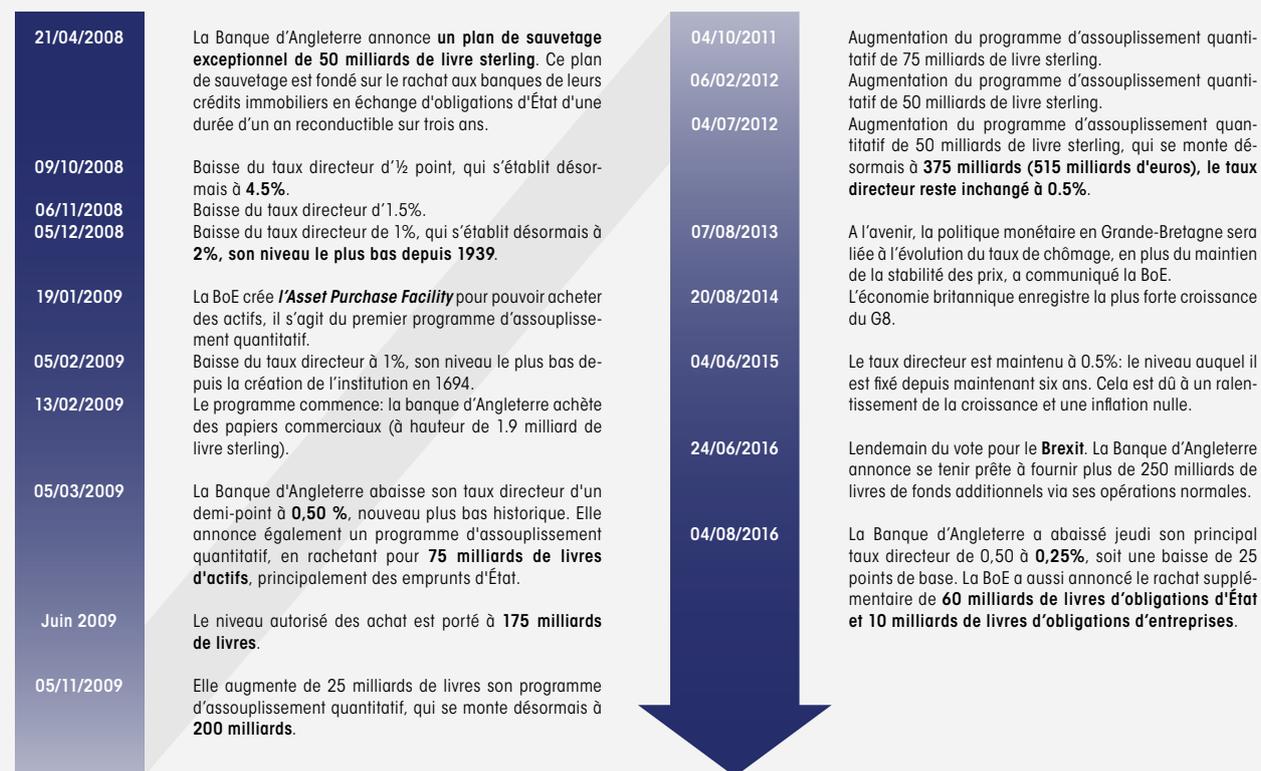
Nous assistons donc depuis décembre 2015 à une hausse graduelle des taux directeurs en réponse à une diminution des écarts de production (taux naturel et taux effectif, dit *output gap*) mais pas de rétrécissement immédiat du bilan. La majorité des analystes pensent que le désengagement sera progressif, en cessant de réinvestir le produit des titres hypothécaires qui arrivent à échéance, mais sans vendre directement les MBS détenues, et encore moins les bons du Trésor. La démarche réduirait la taille du bilan de la Fed en dessous du seuil des 4000 milliards de dollars d'ici à fin 2019. Le *quantitative easing* (QE) a gonflé le bilan de la banque centrale à plus de 4.200 milliards de dollars, soit près de 23% du PIB.

La Banque Centrale d'Angleterre – BoE

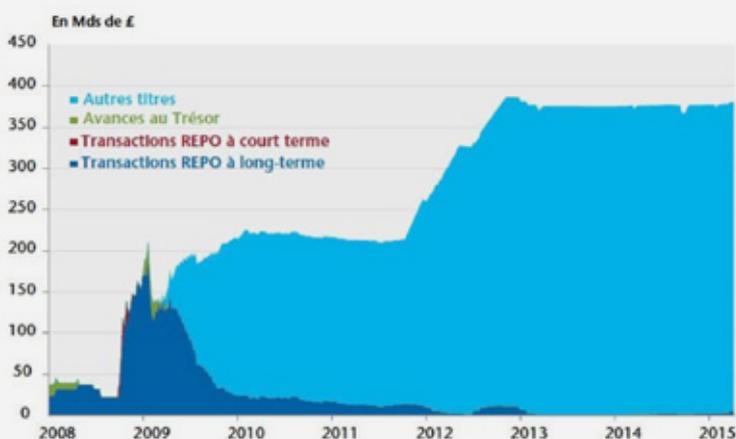
Objectifs et historiques des politiques monétaires

Objectifs

La Banque d'Angleterre a quatre missions principales : conduire la politique monétaire du Royaume-Uni en assurant la stabilité financière avec un objectif d'inflation quantifié à 2%, conduire la politique de change, assurer la distribution des billets en Angleterre et au Pays de Galles et enfin, être le prêteur en dernier ressort auprès des banques commerciales.



Ci-dessous la composition de l'actif du bilan de la Banque d'Angleterre en milliards de livres sterling :



Source : « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? » par Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert et Fabien Labondance, OFCE et Sciences Po.

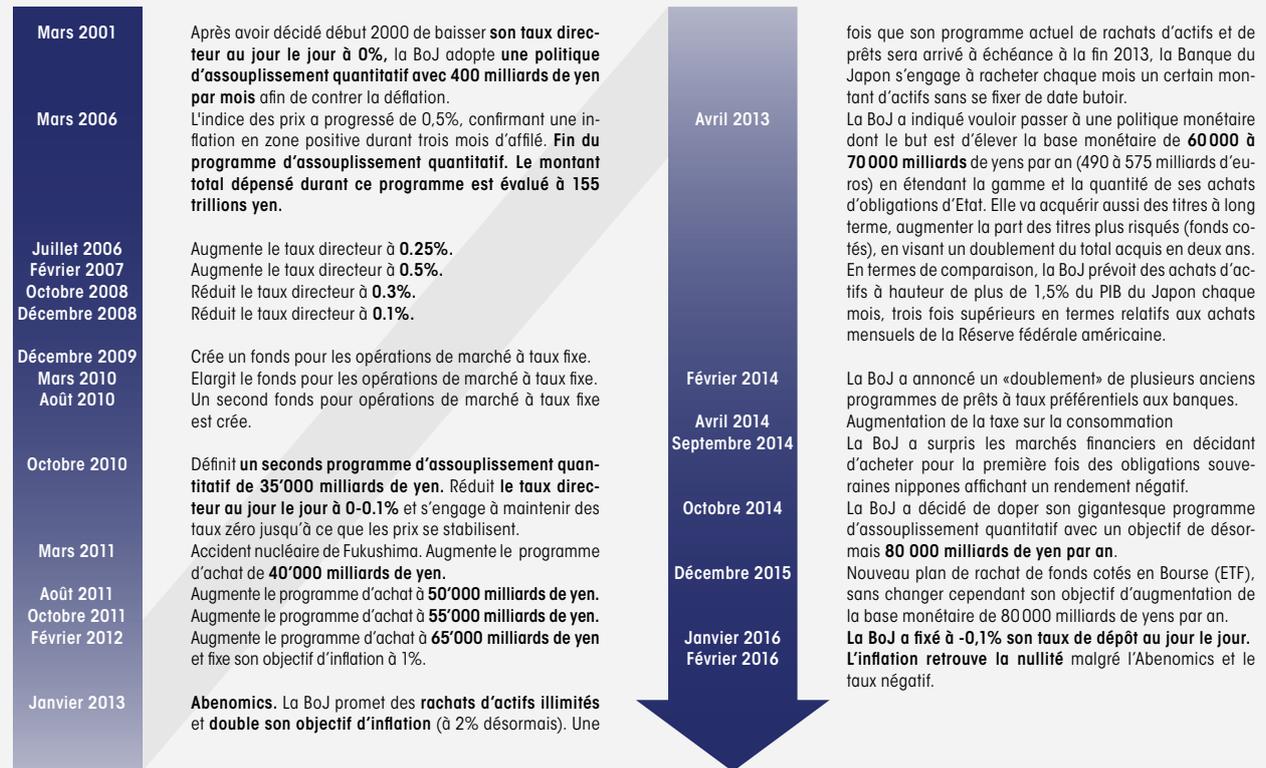
Comme nous pouvons le voir ci-contre, les titres traditionnels ont laissé place à de nouveaux titres depuis 2010. Aux dernières nouvelles, la Banque d'Angleterre a décidé de laisser inchangé son taux directeur, à un niveau historiquement bas depuis août dernier, afin de contrer tout choc potentiel du Royaume-Uni et de la décision des Britanniques de quitter l'UE. En juin 2016, le bilan consolidé de la banque d'Angleterre atteint 430'159 millions, soit 22% du PIB.

La Banque Centrale du Japon – BoJ

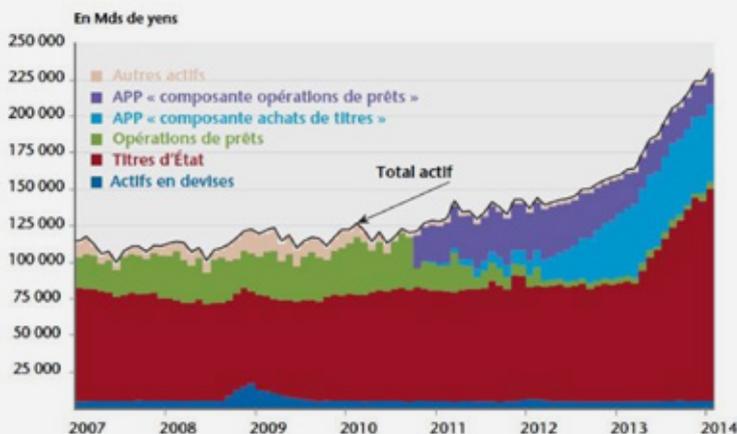
Objectifs et historiques des politiques monétaires

Objectifs

Ils sont définis comme étant « d'émettre des billets de banque et de contrôler la masse monétaire » et « d'assurer un règlement des fonds entre les banques et les autres institutions financières, contribuant ainsi au maintien de la stabilité du système financier ». L'objectif est quantifié en terme d'inflation, aujourd'hui fixé à 2%.



Ci-dessous la composition de l'actif du bilan de la Banque Centrale Japonaise en milliards de Yen :



Source : « Que peut-on attendre de l'assouplissement quantitatif de la BCE ? » par Christophe Blot, Jérôme Creel, Paul Hubert et Fabien Labondance, OFCE et Sciences Po.

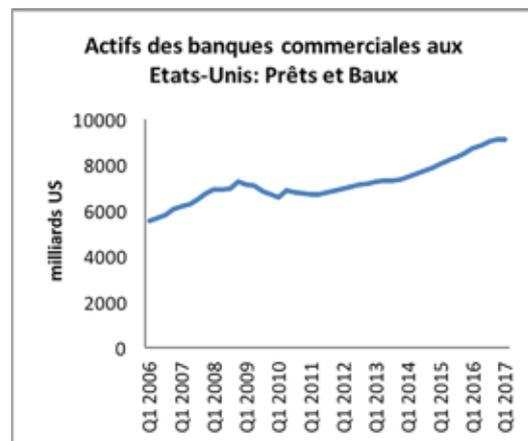
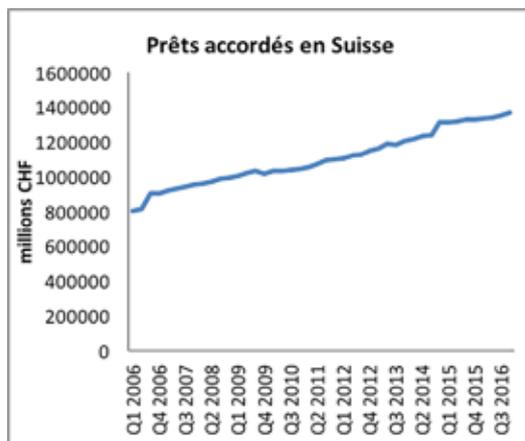
La Banque du Japon a annoncé un relèvement de son programme de rachat d'actifs portant sur 240 millions d'euros, pour plus de 3000 milliards de dollars déjà injectés. De plus, la Banque du Japon a récemment réitéré sa volonté de le poursuivre « aussi longtemps que nécessaire », pour atteindre son objectif de hausses des prix de 2%. À la fin 2016, le bilan de la BoJ atteignait USD 4'279 millions soit 87% du PIB.

Conséquences des politiques ultra-accomodantes

Après avoir rappelé rapidement les objectifs des cinq principales banques centrales ainsi que les événements les plus importants de ces dernières années, nous allons essayer de dresser un bilan de ces politiques ultra-accomodantes et leur impact sur les principales variables macroéconomiques.

Anton Brender, chef économiste de Candriam, rappelle: « Ces mesures ont visé successivement à répondre à deux objectifs : stabiliser le système fi-

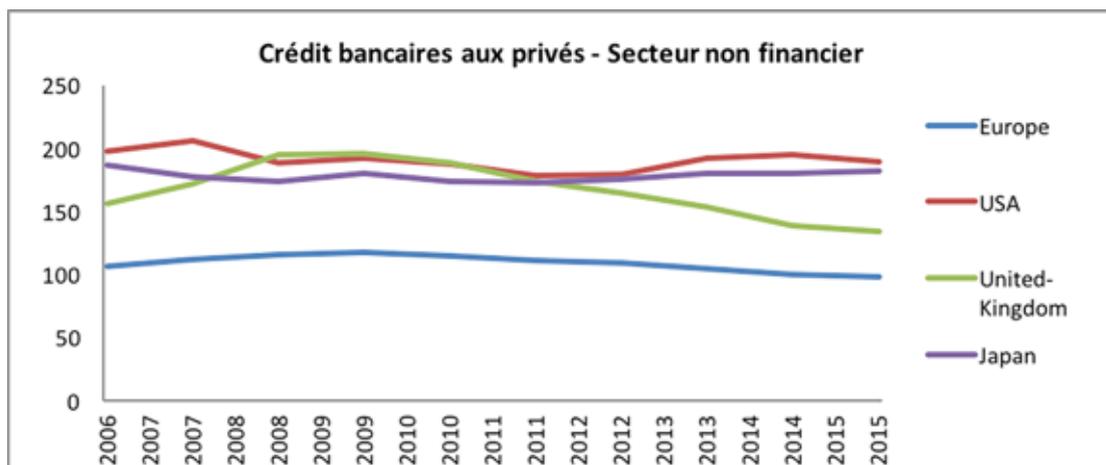
nancier d'abord, puis permettre au crédit de repartir. Dans la mesure où aucun système financier ne s'est effondré et que le crédit repart progressivement notamment en Europe, on peut dire que ces mesures ont été efficaces »². A titre d'exemple, nous pouvons retenir la France qui a vu en juin 2016, son taux de croissance annuelle des crédits aux sociétés non financières atteindre son plus haut niveau depuis mars 2009, à 5.4%.



Source : Datastream, Cronos Finance SA

En terme de tendance générale, il y a eu une augmentation de l'octroi de crédits dans la plupart des pays ayant mis en place ces politiques accommodantes.

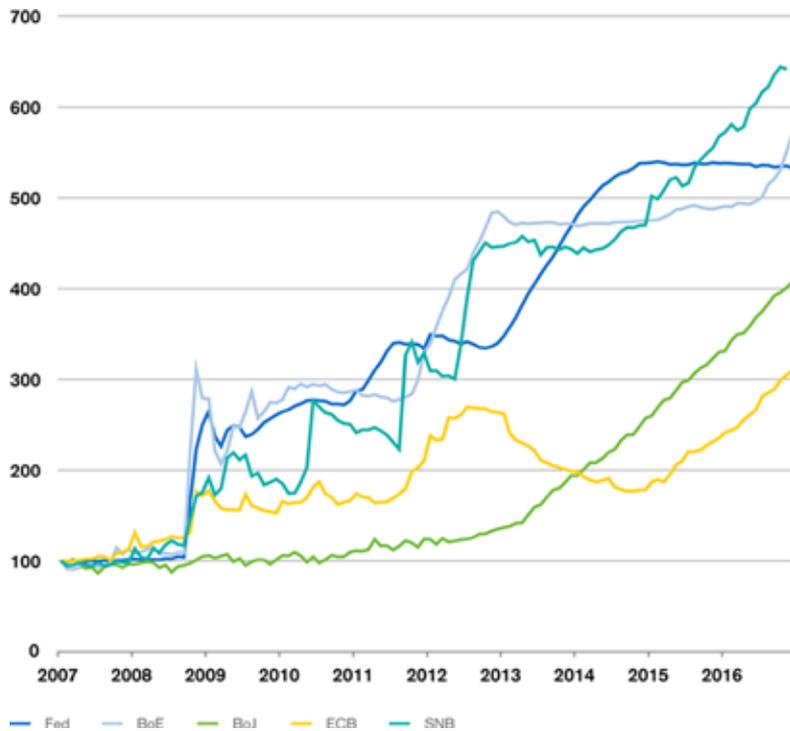
Cependant, cette augmentation n'est pas réellement significative au vu des moyens déployés.



Source : Bloomberg, World Bank, Cronos Finance SA

² Voir : <http://www.optionfinance.fr/entreprises-finance/macroeconomie/vers-la-fin-des-politiques-accommodantes.html>

Monnaie locale, indexée – janvier 2007 = 100



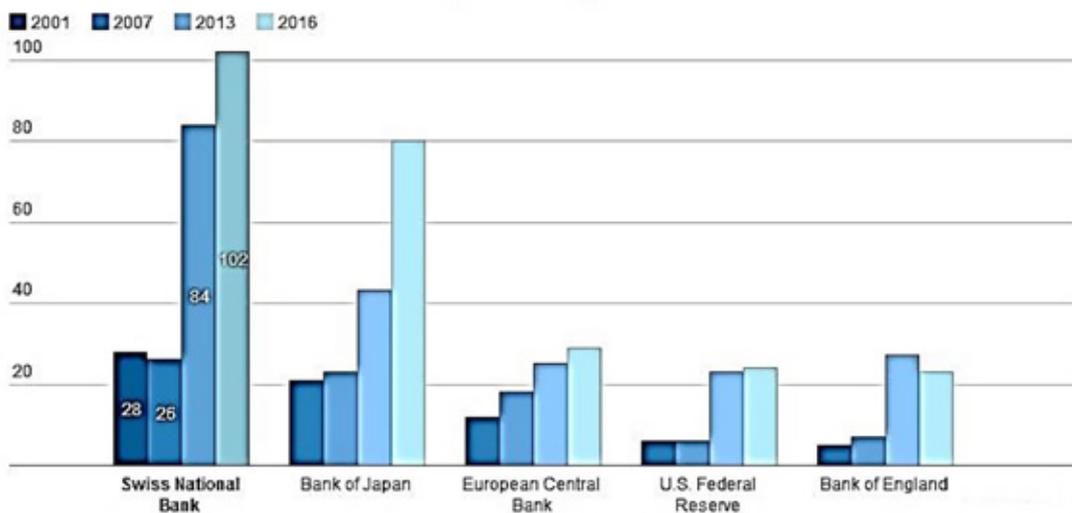
Source : Datastream, Crédit Suisse

La facilitation de l'octroi de crédit est notamment due aux réserves de plus en plus importantes détenues par les banques. En théorie, une augmentation de réserves excédentaires devrait stimuler les crédits bancaires dans le secteur privé et par conséquent, augmenter les investissements et la consommation.

Le bilan des banques centrales a donc considérablement augmenté, comme nous pouvons le voir sur les graphiques suivants.

La BNS et la FED ont multiplié leur bilan par 6, et en Suisse la taille du bilan a dépassé le niveau du PIB (représente aujourd'hui plus de 112% du PIB helvétique). Même s'il n'existe pas de limites physiques aux bilans des banques centrales, il y a des raisons de croire que cette expansion de bilan s'accompagne de plusieurs risques, notamment en ce qui concerne la nature et la qualité des titres et créances détenus. Continuer une politique de baisse de taux entraîne une distorsion conséquente et

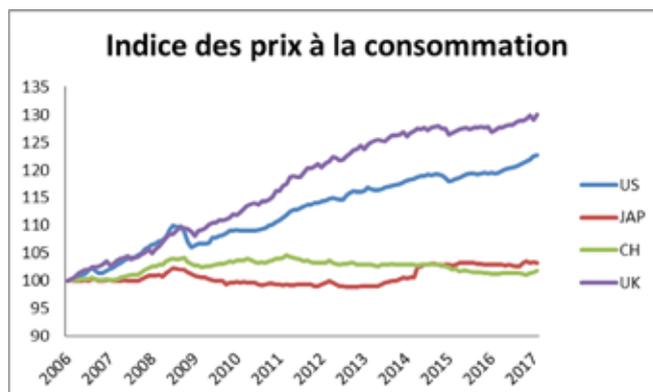
Total des actifs détenus par les banques centrales exprimé en % du PIB



Source : www.snb.ch, Trading Economics

insoutenable pour le système. En effet, dans le cas où les taux d'intérêts sont inférieurs à l'inflation, il en résulte une accumulation de créances douteuses ainsi qu'un transfert d'argent des rentiers (qui perdent de la valeur de leur capital) vers des personnes endettées. La BNS assume un risque additionnel puisqu'elle possède presque exclusivement des actifs libellés en monnaies étrangères et donc volatils. Pour information, les investissements en monnaies étrangères représentent en général moins de 3% du bilan des quatre autres banques centrales.

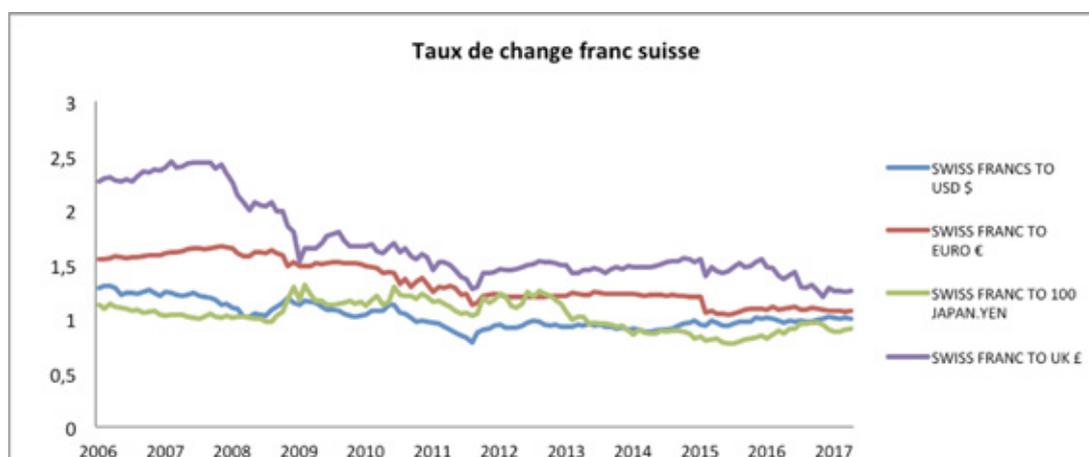
Concernant la consommation des particuliers, nous pouvons constater sur le graphique ci-contre une appréciation de l'indice des prix à la consommation. En revanche, cet effet demeure non significatif puisqu'il ne se répercute pas sur la croissance économique.



Source : Datastream, Cronos Finance SA

Il s'agit d'un indice en base 100 – année 2006. Cela signifie que la valeur agrégée des prix à la consommation a été ramenée à la valeur de 100 points pour l'année 2006. L'IPC mesure le renchérissement des biens et services de consommation en Suisse. Il montre de combien les produits ont renchéri par rapport à l'année 2006.

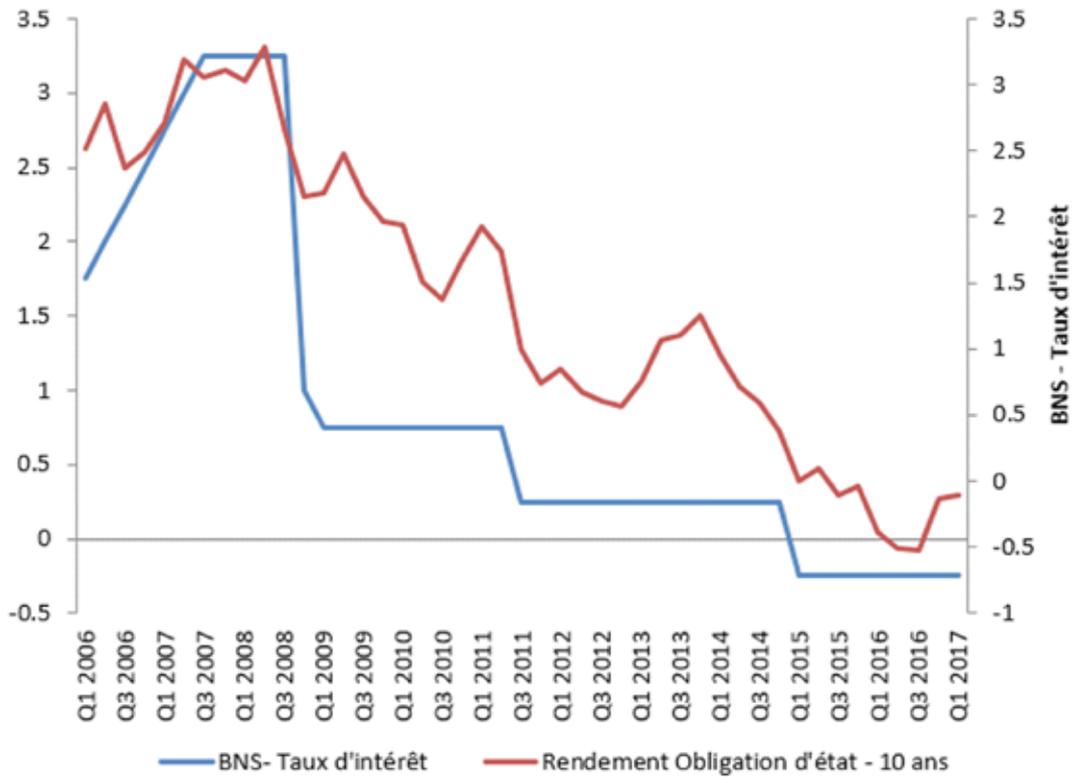
L'augmentation de liquidité a également eu un impact sur la volatilité des différentes devises. La BNS quant à elle possède toujours un franc fort depuis l'abandon du taux plancher malgré une persévérance de ses interventions pour limiter son appréciation.



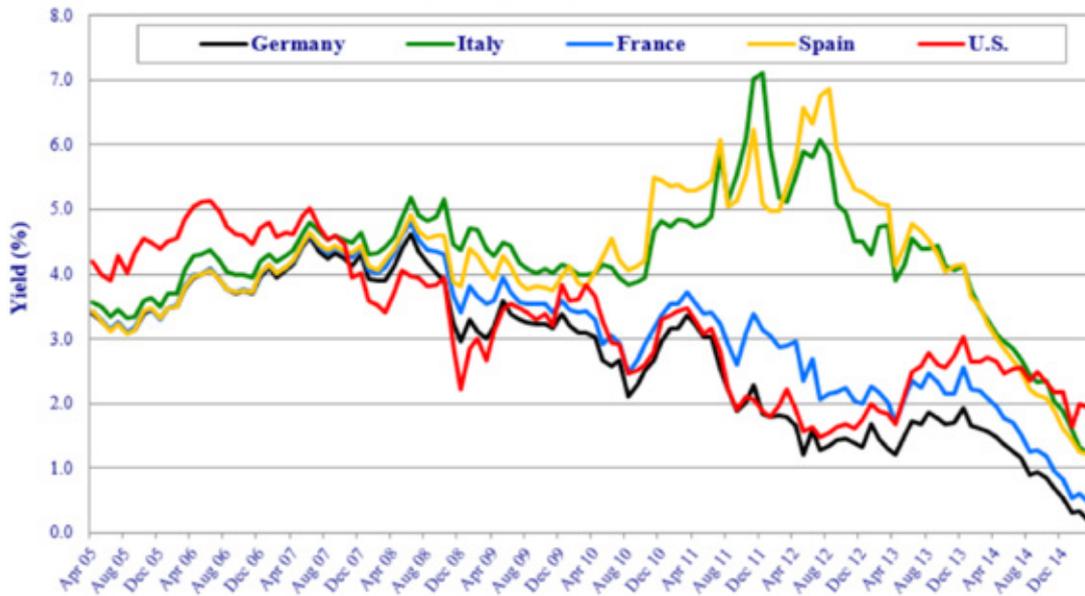
Source : Datastream, Cronos Finance SA

Concernant les rendements obligataires, il est clair que les taux d'intérêt négatifs et l'achat d'obligations de la part des banques centrales ont eu un large impact sur les obligations. Les rendements obligataires de court terme ont été poussés en territoire négatif, et ceux de long terme (qui dépendent partiellement de l'anticipation des rendements de court terme futurs) ont amplement diminué.

Taux d'intérêt - Suisse



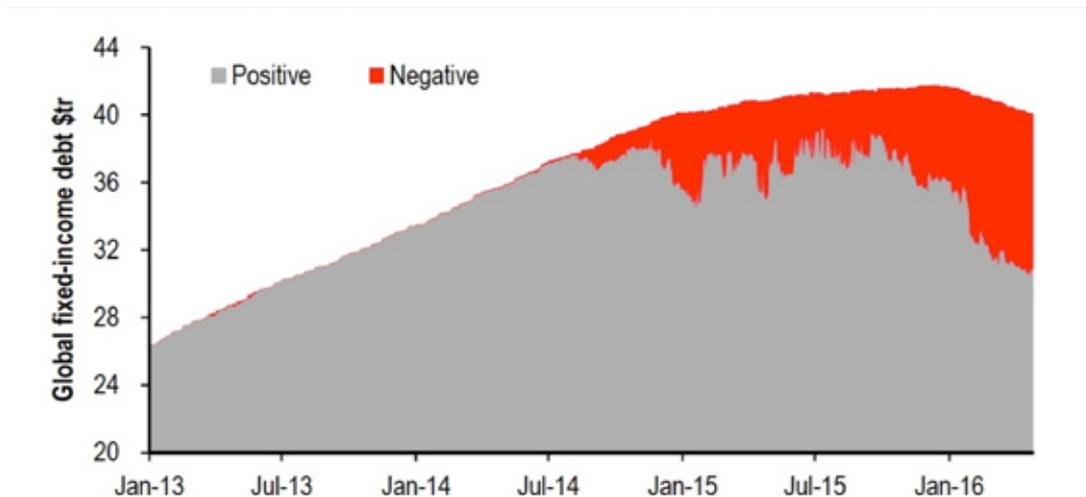
Source: Datastream, Cronos Finance SA



Source: Bloomberg

En 2016, près d'un quart des obligations souveraines ont un rendement négatif :

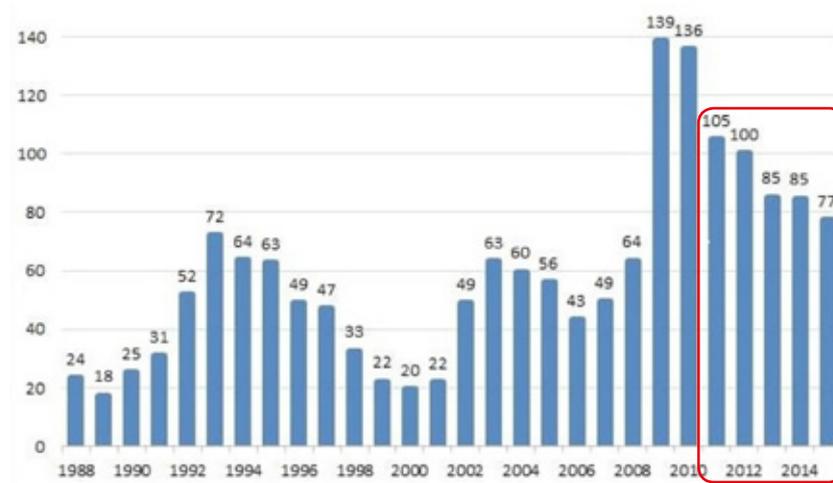
Rendement Obligation d'État - 10 ans



Source : BofA Merrill Lynch Global Research ; Using the BofA ML global fixed income index GFIM. We also include bonds mature in the following 12 months

D'un autre côté, la baisse des taux directeurs a eu un effet positif sur les déficits budgétaires des états. En Europe, suite au QE³ débuté en janvier 2015, l'ensemble des gouvernements ont retrouvé une manœuvre financière à travers la baisse ou la stabilisation de la charge de leur dette. En France, par exemple, la charge de la dette a fondu d'environ 10 milliards d'euros en 4 ans. Cependant, comme le souligne l'économiste allemand Markus C. Kerber, il y a un risque de relâchement des efforts structurels de la part des gouvernements.

Le déficit public en France, milliards d'€



Source : Insee, Journal du Net JDN

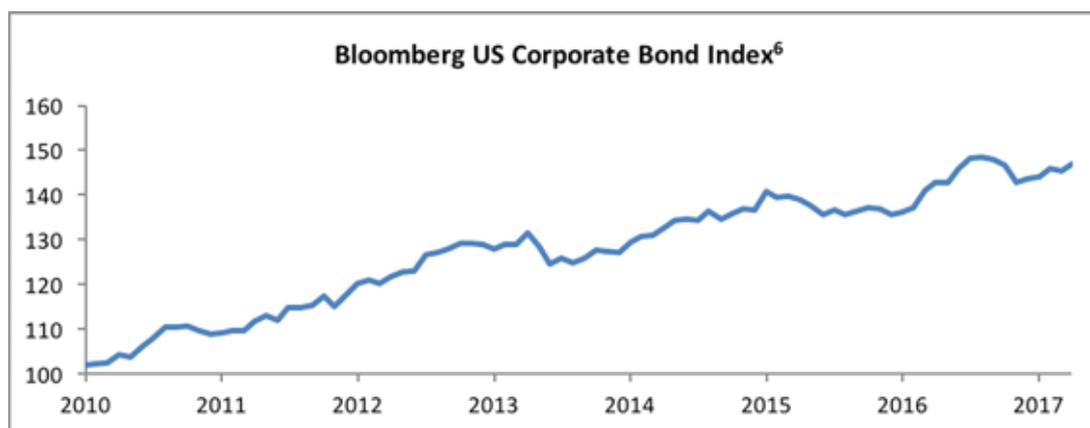
³ Quantitative Easing – Assouplissement quantitatif

Depuis 2012, les écarts de taux d'intérêt (spreads) sur les dettes souveraines à 10 ans se sont fortement réduits en Europe, et en particulier pour les titres espagnols et italiens.

La baisse des rendements des obligations souveraines a également poussé les investisseurs à se retourner vers d'autres marchés, plus risqués. Nous observons deux tendances depuis ces dernières années :

- L'afflux de capitaux vers les pays émergents s'accompagnant d'une légère appréciation des devises locales (principalement avant 2013, date du premier *tapering*⁴ américain) et du prix des actifs.
- Ainsi que l'augmentation des titres de créances d'entreprises, *corporate debt*, comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-dessous grâce à l'indice Bloomberg des obligations de sociétés⁵ qui mesure

l'évolution du prix de ces dernières. Depuis 2010, le prix des *corporate debt* a augmenté d'environ 40%. Les entreprises ont augmenté la dette totale de 2810 milliards de dollars au cours de la période 2010-2015, pour atteindre un record de 6640 milliards de dollars. En 2015, les passifs ont bondi de 850 milliards de dollars, soit 50 fois l'augmentation en cash par les estimations de S & P. Cependant il a été montré que les montants alloués ont davantage servi à des opérations de rachats d'actions et de fusions-acquisitions, qu'à des investissements productifs. Depuis 2009, les sociétés S & P 500 ont dépensé plus de 2 billions de dollars pour racheter des actions, triplant ainsi leurs cours. Les fusions et acquisitions dans le monde entier, quant à elles, ont grimpé d'environ 28 % l'année dernière à un record de 3,52 trillions de dollars, selon les données compilées par Bloomberg.⁶



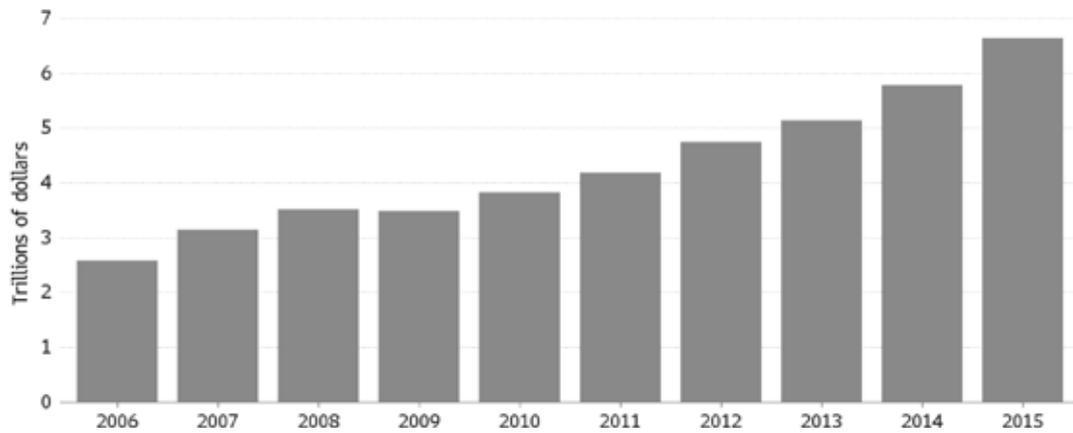
Source : Bloomberg, Cronos Finance SA

⁴ Tapering est la liquidation progressive des activités de la banque centrale utilisée pour améliorer les conditions de croissance économique.

⁵ L'indice Bloomberg des obligations de sociétés américaines est un indice pondéré basé sur la valeur de marché conçu pour mesurer le marché des obligations de société : *investment grade, fixed-rate* et imposable. Il comprend des titres libellés en dollars américains publiés par des émetteurs d'entreprises américains et non américains. Pour être inclus dans l'indice, un titre doit avoir un montant minimum de 250MM.

⁶ <http://www.zerohedge.com/news/2016-05-31/crazy-growth-corporate-debt-finally-noticed-bloomberg-issues-stark-warning>

Volume global d'émission d'obligations de sociétés



Source: S&P Global Ratings

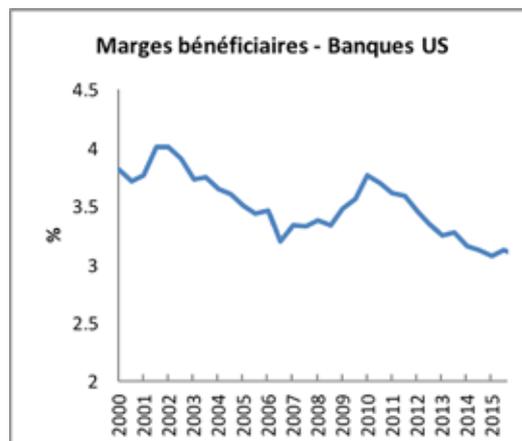
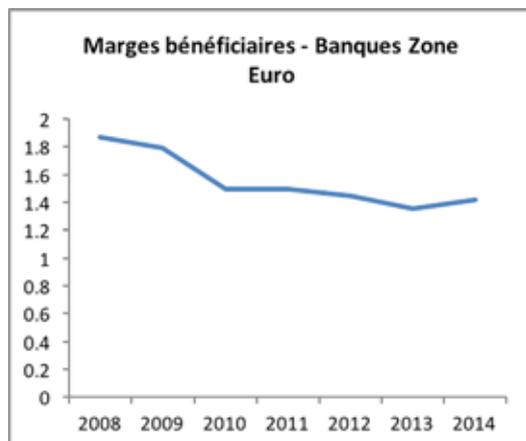
En pratique, dans un climat économique et financier incertain, la tendance appartient plus à l'épargne qu'à la consommation, et cela malgré son coût avec les taux d'intérêts négatifs. En Allemagne par exemple, où économiser est une pratique ancrée depuis longtemps dans les mœurs, les montants épargnés se sont renforcés ces dernières années dans le but de financer les retraites et faire face au vieillissement de la population. Les politiques ultra-accommodantes ne plaisent pas à la majorité car elles rendent la rémunération de l'épargne de moins en moins attractive: depuis 2012, le rendement de l'épargne la plus classique a été divisé par deux. Beaucoup de critiques considèrent que les banques centrales exproprient les épargnants avec leurs politiques. La BCE a notamment réagi à cette critique dans – *Critique of accommodating central bank policies and the expropriation saver*⁷ – en avançant qu'il s'agit d'un mal nécessaire.

À propos du secteur bancaire, il se trouve également impacté par ces politiques ultra-accommodantes qui ont restreint la profitabilité de certaines banques. En effet, les marges bénéficiaires⁸ ont significativement diminué depuis 2010. Jens Weidmann, président de la Deutsche Bank, a tiré la sonnette d'alarme plusieurs fois: «C'est la profitabilité des établissements de crédit qui, à terme, souffre des faibles taux d'intérêt, raison pour laquelle il est recommandé aux banques de remettre en question leur modèle d'activité, de saisir les opportunités offertes par la numérisation et de continuer d'améliorer leur rentabilité.⁹». Un sondage de la Bundesbank sur 1500 institutions de crédits allemands en septembre 2015 montre qu'en moyenne ces derniers prévoient une baisse de 60 à 75% de leurs profits d'ici 2019.

⁷ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop161.en.pdf?2524a4eb09681b63470d7e645a1e5a0d>

⁸ Différence entre le taux d'intérêt auquel une banque prête et son coût de financement

⁹ https://www.bundesbank.de/Redaktion/FR/Themen/2016/2016_05_13_weidmann_finance_summit.html?nn=157264



Source : Bloomberg, Cronos Finance SA

Les compagnies d'assurance sont également touchées par les taux négatifs, puisqu'elles doivent payer d'importantes primes basées sur des intérêts historiques fixés à l'avance. Afin de compenser ce biais, nous assistons, de plus en plus, ces dernières années aux phénomènes d'«érosion» de leur capital. De plus, à la recherche de rendements élevés, elles prennent de plus en plus de risques (p. e. investissent dans des obligations risquées «junk bond» et les marchés émergents). Avant la crise, avec des taux réels à 2% et nominal à 4%, elles achetaient des bons du trésors (non risqués). Aujourd'hui, avec des taux réels à 0% et nominal à 1%, les investisseurs institutionnels doivent donc soit s'endetter deux fois plus soit faire des investissements ultra-risqués.

Une autre critique récurrente sur les politiques ultra-accommodantes des banques centrales se rapporte au fait qu'elles favorisent l'accroissement des inégalités économiques¹⁰, en augmentant le prix des actifs financiers, qui ne sont détenus que par une minorité de la population. Les banquiers centraux justifient leurs mesures non conventionnelles en soutenant

que les effets inégalitaires n'étaient pas voulus mais nécessaires pour sauver le système financier et enfin qu'ils ne sont que temporaires¹¹.

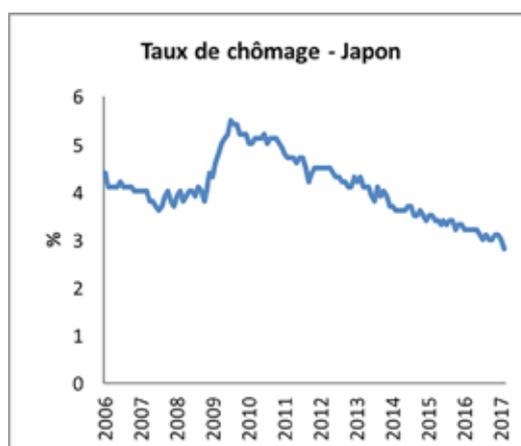
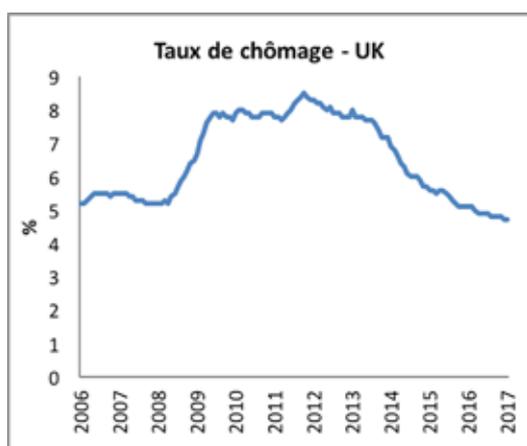
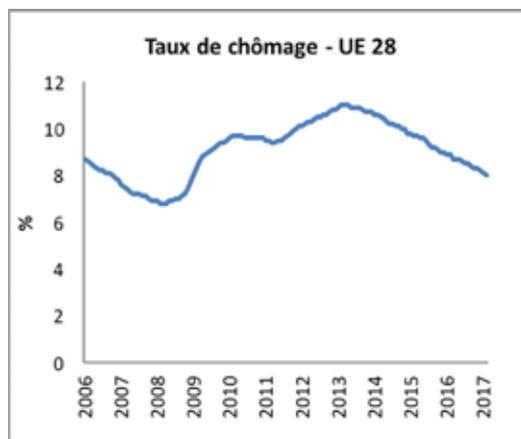
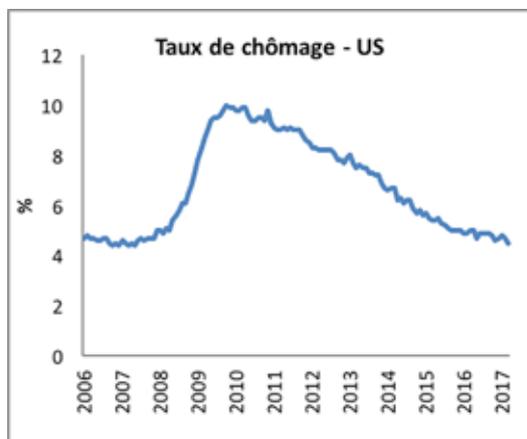
Par ailleurs, il est légitime de se demander si les politiques d'achats massifs de la part des banques centrales ne risquent pas de perturber le fonctionnement des marchés et la formation des prix, nuisant finalement à la liquidité des marchés et engendrant une déconnexion entre les marchés et l'économie réelle. En Europe, par exemple, les variations des indices boursiers (actions et obligations) semblent désormais très peu correspondre aux fondamentaux économiques et dépendre de plus en plus des décisions monétaires. Concernant les obligations, la BCE a essayé de contrer ce problème en imposant un plafond de détention à hauteur de 33% de chaque titre de créance. Mais la Fed, par exemple, détient jusqu'à 70% de certaines émissions du Trésor américain.

¹⁰ Voir par exemple : "Doves for the Rich, Hawks for the Poor? Distributional Consequences of Monetary Policy" Nils Gornemann, Keith Kuester, Makoto Nakajima.

"Wealth inequality and monetary policy" Dietrich Domanski, Michela Scatigna et Anna Zabai

¹¹ « Banques centrales et inégalités économiques » Clément Fontan

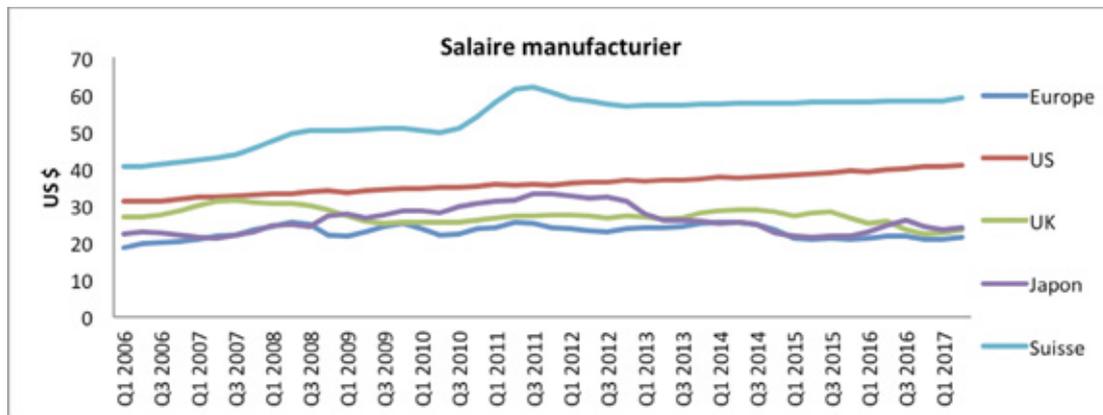
Au sujet du taux de chômage, nous observons des tendances à la baisse dans la plupart des pays, comme nous pouvons le constater ci-dessous.



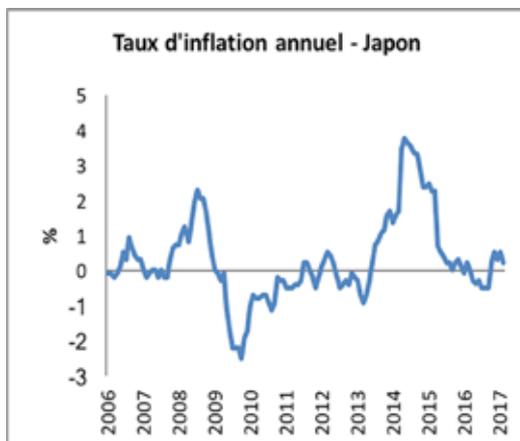
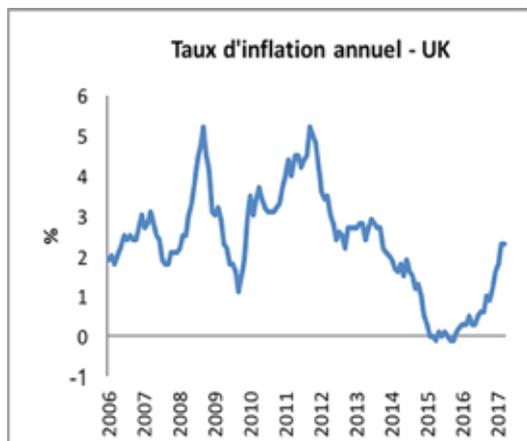
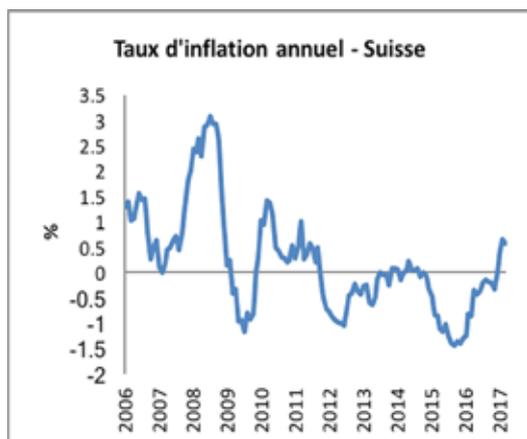
Source : Datastream, Cronos Finance SA

Depuis la grande récession de 2008, les banques centrales ont également fait certains efforts pour augmenter les salaires et promouvoir une croissance plus rapide de ceux-ci, permettant ainsi de sortir du piège déflationniste. Effectivement, comme l'indique la théorie économique, lorsque les salaires augmentent plus rapidement, les revenus augmentent, accroissant la consommation privée, la demande intérieure et finalement l'inflation. Cependant, pour que ce lien fonctionne, il doit y avoir également une croissance de la productivité.

Aujourd'hui, les salaires ne montent pas assez rapidement en Europe et au Japon pour pousser l'inflation basse vers l'objectif de 2%.

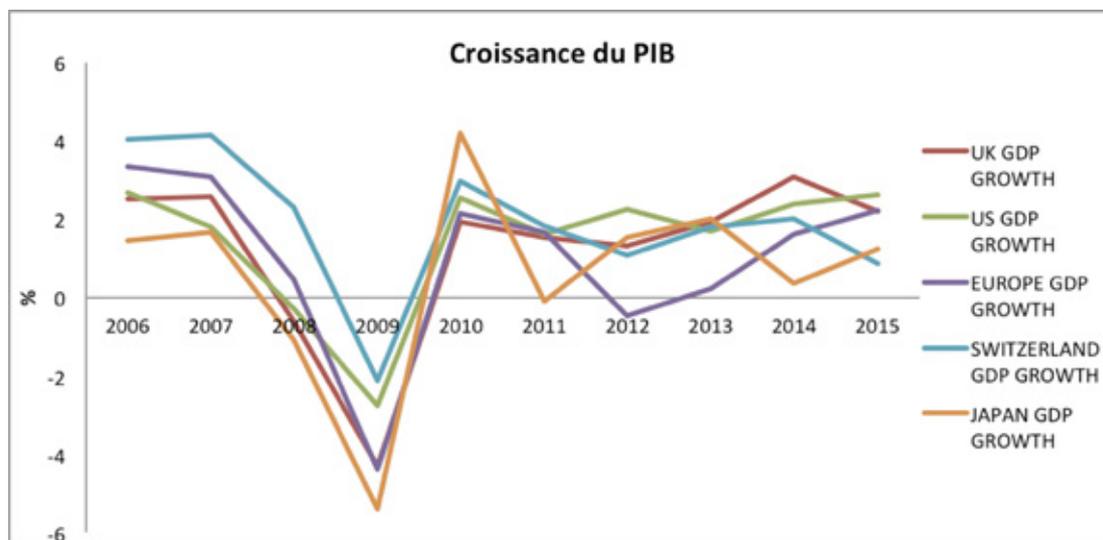


Finalement lorsque nous jetons un coup d'œil aux principaux objectifs, c'est-à-dire l'évolution de l'inflation et de la croissance économique des principaux pays, le bilan reste mitigé : l'inflation et la croissance ne décollent toujours pas de façon significative (à part aux Etats-Unis) même si l'on observe une légère hausse au début de cette année.



Source : Datastream, Cronos Finance SA

Aujourd'hui un fossé se creuse entre les politiques monétaires : d'un côté les Etats-Unis et la Chine qui resserrent leurs politiques monétaires, de l'autre la zone euro ou le Japon qui restent ultra-accommodants : les divergences se renforcent entre banques centrales, avec des risques pour l'instant modérés pour les émergents.



Source : Datastream, Cronos Finance SA

Analyse : quelle sortie pour ces politiques ultra-accomodantes ?

L'utilisation de politiques monétaires ultra-accomodantes a donc largement contribué en 2009 à éviter une « nouvelle » Grande Dépression à l'image de celle des années 30, accompagnée de panique bancaire, de retraits de dépôts, de perte de confiance, et de faillites économiques et bancaires. Cependant et malgré les taux abaissés à zéro et les programmes d'assouplissement quantitatifs menés par les banques centrales, l'inflation reste basse et présente peu de croissance.

Aujourd'hui, à l'exception des Etats-Unis, les banques centrales citées dans cette étude sont encore en pleine politiques monétaires ultra-accomodantes et ce, depuis près d'une dizaine d'années pour la majorité et une vingtaine pour le Japon. De plus, il convient de rappeler qu'à la base les politiques non conventionnelles sont par nature exceptionnelles, et donc, leur utilisation prolongée complique leur dépassement. A un certain point de leur évolution, les effets secondaires non désirés pourraient l'emporter sur les avantages surtout avec un niveau élevé d'endettement mondial. En effet, en maintenant les politiques non conventionnelles dans la durée, les banques centrales peuvent créer un sentiment de lassitude généralisé qui a pour principale conséquence l'affaiblissement du signal envoyé et de l'impact de la part des acteurs financiers. La question légitime à se poser est donc : quelle sortie pour ces politiques ?

Le système bancaire est également compromis si ces politiques deviennent la nouvelle normalité. En effet, avec une profitabilité de plus en plus en baisse, comme nous l'avons vu précédemment, il pourrait réagir de façon contraire à ce qui est attendu, en restreignant l'octroi de crédit sur le long terme. Le risque le plus élevé est celui de se retrouver dans un point de non-retour, comme prévient Patrick Artus, directeur de la recherche et des études de Natixis : « Quand de telles politiques sont menées trop longtemps, elles deviennent irréversibles. Dans la mesure où celles-ci se traduisent notamment par une baisse des taux d'intérêt, les investisseurs accumulent des portefeuilles obligataires assortis de coupons extrêmement faibles, comme c'est notamment le cas au Japon. Dans ce contexte,

toute remontée ultérieure des taux est de nature à provoquer un krach obligataire. C'est la raison pour laquelle le Japon ne sortira probablement jamais d'une politique de taux zéro. ». Ces politiques créent finalement un effet non désiré dans le sens où les prix des collatéraux augmentent au rythme des injections de liquidité mais les crédits octroyés stagnent (et pourraient finir par se contracter). En sortir implique une hausse des taux d'intérêt ainsi qu'un ajustement du bilan de la banque centrale en question. Il faut être particulièrement prudent, car la sortie de ces politiques ultra-accomodantes peut être risquée si elle est mal coordonnée.

La sortie de ces politiques semble donc difficile, particulièrement pour l'Europe et le Japon, mais néanmoins indispensable.

Les Etats-Unis ont été les premiers à tenter une (lente) normalisation de ces politiques, en diminuant leur quantité de rachat d'actifs d'abord en 2013 (« tapering ») puis en effectuant une hausse des taux d'intérêt en 2016. Ces mesures ont été faites dans un contexte favorable avec un taux d'endettement et de chômage en baisse, ainsi qu'une croissance qui repart progressivement.

En Europe, la sortie naturelle de ces politiques (pour l'instant maintenue jusqu'à minimum décembre 2018, selon un communiqué de la BCE) grâce à un retour à la croissance, de l'inflation et le rétablissement de la balance budgétaire, semble hasardeuse. La banque centrale européenne est, en effet, confrontée à un problème particulièrement complexe, car sa politique monétaire n'est pas assez accommodante pour certains pays, mais trop accommodante pour d'autres. Compte tenu du risque de viabilité de la dette dans la zone euro, la BCE doit mettre en évidence tous les effets plausibles de la sortie de la politique monétaire afin de préparer les marchés financiers et d'éviter une sur-réaction de leur part. Par exemple, si l'inflation a progressé à 1,7% en décembre 2016 en Allemagne, elle n'a en revanche montré aucun signe de progression en Grèce ou en Italie. Sylvain Broyer, chef économique chez NATIXIS, pose le problème : « La question qui va se poser, c'est comment sortir d'une

telle politique quand certaines régions n'en ont plus besoin, certaines en ont encore besoin mais moins qu'avant, et d'autres ne décollent toujours pas économiquement? ». Donc, si l'Europe devait sortir par la voie « normale » de ces politiques ultra-accommodantes, elle devrait avant tout résoudre les disparités régionales, et essayer de trouver un moyen d'homogénéisation de la zone Euro. En 2010, une proposition d'euro-obligation est évoquée comme une partie de la solution à la crise de la dette dans la zone euro. Il s'agit de la mutualisation des dettes – et donc des risques – des pays de la zone euro. Cette proposition a été sujette à de nombreux débats. L'Allemagne se place en principal opposant et considère que ce système inciterait les états les plus fragiles économiquement à ne pas entreprendre les réformes nécessaires, les encourageant à se reposer sur la mutualisation des dettes.

Une hausse des taux d'intérêt a plusieurs conséquences sur le bilan de la banque centrale – notamment à cause des pertes sur les actifs à long terme, ainsi que la nécessité de payer aux banques commerciales les rendements sur les soldes de leurs comptes à la banque centrale mais également sur le déficit budgétaire des états. La hausse des taux d'intérêt à la sortie, conjuguée à l'accroissement des ratios dette / revenu du gouvernement, pourrait nuire au capital confiance accordé au gouvernement quant à ses capacités à respecter ses obligations. Ce qui pourrait mettre la banque centrale dans une situation préjudiciable, à savoir la pousser à choisir entre permettre le défaut de la dette publique et tolérer la hausse de l'inflation en achetant la dette elle-même (dominance fiscale). Il est nécessaire donc de rétablir le fossé entre les politiques fiscales et monétaires avant d'entamer une sortie. Néanmoins, il est à noter que le désendettement des pays développés sera plus difficile à réaliser par rapport au siècle dernier, où la période de forte croissance économique des trente glorieuses a joué un rôle sans précédent. Certains évoquent le besoin d'une restructuration des dettes publiques avant de contracter les politiques monétaires afin de limiter les risques d'une seconde crise de dettes souveraines. Les gouvernements devraient effectuer de l'expansion



fiscale à court terme, lorsque c'est possible, ainsi qu'un plan crédible visant à contrôler à terme les déficits. Malheureusement, la tendance des banques centrales à poursuivre leur politique encourage les gouvernements à ne pas faire ce qu'ils devraient faire. L'économiste X. Strauss va même jusqu'à proposer une opération de vaste compensation entre les banques centrales et les Trésors nationaux, menée sous l'égide de la BRI, afin de permettre à chaque pays de retrouver une certaine marge de manœuvre grâce à une baisse du niveau d'endettement et un retour à l'inflation.

La communication est également primordiale dans ce genre de situation, afin d'éviter toute panique des marchés financiers. En 2013, lorsque la FED avait laissé penser à un arrêt progressif de son QE3 dans son communiqué, rien qu'avec l'effet d'annonce, les réactions des marchés avaient été brutales : chute des indices boursiers, remontée des spreads obligataires, et baisse du cours des monnaies émergentes. Pour éviter qu'une telle expérience se reproduise, il est nécessaire pour la banque centrale de rester crédible et de respecter la politique de *forward guidance*¹² où les autorités monétaires communiquent à l'avance le niveau des taux d'intérêt directs futurs. Une hausse graduelle et douce des taux d'intérêt ainsi qu'une diminution progressive de la quantité d'achats au lieu d'une vente de la part des banques centrales, sont les composantes d'une sortie réussie, si la croissance et l'inflation le permettent. Le maintien de la liberté des échanges et

¹² Selon l'OFCE, il convient de distinguer deux types de *forward guidance*. Le premier est le *forward guidance* conditionné à des variables économiques, qu'on appelle *Odyssean Forward Guidance*. Le second type est un *forward guidance* conditionné à une période temporelle, c'est celui que la BCE utilise depuis la réunion du Governing Council du 4 juillet 2013. Il s'agit du *Delphic Forward Guidance*.

d'une coordination internationale entre les banques centrales sont également des conditions sine qua non à une bonne sortie afin d'éviter des chocs sur les marchés des changes. Après avoir élargi un maximum le spectre de la nature des actifs achetés, et parfois même avec les actions¹³, les banques centrales commencent à ne plus savoir quoi faire pour faire bouger la croissance et l'inflation.

Si une sortie naturelle ne peut avoir lieu au vu des fondamentaux économiques, certains pensent que la meilleure alternative est de forcer la croissance en accentuant les politiques monétaires ultra-accommodantes, à travers par exemple, une politique d'*Helicopter Money*.

L'*Helicopter Money* est un concept introduit par Milton Friedman, Prix Nobel d'Economie, qui l'utilise comme métaphore afin d'illustrer l'idée forte de la théorie quantitative de la monnaie, à savoir que l'inflation est avant tout un phénomène monétaire. En effet, l'*Helicopter Money* consiste en une augmentation des avoirs monétaires de l'ensemble de la population qui est censée dépenser ce supplément en biens de consommation ce qui conduirait toutes choses égales par ailleurs – la quantité de production restant inchangée – à une augmentation généralisée des prix. Cela aurait pour effet de booster la croissance mais également de réduire les fonds propres des banques centrales, à moins qu'elles ne vendent les "réserves de revalorisation" qui figurent dans leur bilan. Cependant cette alternative suscite de nombreux débats : une banque centrale peut-elle créer de la monnaie sans achats d'actifs en contrepartie ? Peut-elle avoir des capitaux négatifs ? Une monétisation partielle de la dette dans le cadre d'une politique de coopération entre une banque centrale et son Etat peut-elle s'avérer problématique ? ... En outre, l'un des rares exemples d'*Helicopter Money* effectué au Japon s'est soldé par un échec. Effectivement, au début des années 1930, sous le ministre des Finances Takahashi Korekiyo, le Japon a mis en application le financement du déficit budgétaire par la création de monnaie, afin de faire sortir l'économie de la déflation. Mais cela a un peu trop bien fonctionné, en produisant une puissante vague d'inflation. Les tentatives suivantes de Korekiyo pour limiter les déficits publics par la réduction des dépenses militaires ont échoué et une guerre a éclaté. De

plus, l'introduction de la monnaie hélicoptère pourrait mener à des politiques laxistes de la part des gouvernements, qui auront tendance à se dire qu'ils pourraient, dans tous les cas, se reposer sur les banques centrales, au lieu d'engager des réformes structurelles profondes. La perception du risque serait donc moins importante avec une telle politique.

Beaucoup ont également critiqué la rigidité des objectifs des banques centrales et plaident pour davantage de flexibilité. Par exemple, si la croissance mondiale demeure durablement faible, il faudrait s'assurer que les banques centrales utilisent une valeur correcte et actualisée de la croissance potentielle et non une valeur antérieure trop élevée. Ce qui les inciterait à tenter de stimuler artificiellement la croissance. Prenons l'exemple de la zone euro. Aujourd'hui, la croissance potentielle de la zone est d'environ 1% contre 2% il y a dix ans, avec une inflation de 1% en tendance (2% il y a dix ans). Cela signifie que le taux d'intervention de la BCE ne devrait normalement pas excéder 2% (contre 4% avant la crise).

En Europe, au Japon et aux États-Unis, tout ce que les banques centrales ont fait durant ces dernières années avait pour but d'atteindre l'objectif des 2 % d'inflation. Aujourd'hui, la tendance en Europe et au Japon est de continuer afin de valider ce qui a été fait. Nous pensons que si l'inflation reste durablement faible pour des raisons structurelles (inférieure à 2%), les banques centrales devraient laisser de côté l'objectif d'inflation pour adopter un objectif plus adapté à la situation économique actuelle et en mettant davantage de poids sur la stabilité financière.

Nous pouvons d'ailleurs remarquer que beaucoup de banques centrales se tournent vers des politiques dites macroprudentielles. En effet, le risque doit être considéré comme endogène et non exogène pour le système financier. Aujourd'hui, il existe déjà beaucoup d'aspects de la politique monétaire qui s'accordent avec un objectif de stabilité financière. A la BCE par exemple, l'analyse monétaire comprend des agrégats monétaires et, par conséquent, des agrégats de crédit grâce auxquels il est possible de détecter une hausse excessive des prix des actifs. La politique macroprudentielle peut également réduire les distor-

¹³ La BNS et la Banque du Japon sont cotés sur le marché actions. La BNS a une exposition totale de 61.8 milliards d'actions américaines et mise largement sur une appréciation des actions.

sions puisqu'elle peut réduire les dilemmes politiques et créer une marge de manœuvre supplémentaire pour la politique monétaire. Par exemple, les limites des ratios dette / revenu (DTI) peuvent atténuer l'impact sur les défauts dus à un resserrement de la politique monétaire (Igan et Kang, 2011). Les exigences de capital ou les ratios de levier peuvent aider à contenir une augmentation de l'effet de levier bancaire en réponse à des taux bas et les incitations à prendre des risques (Farhi et Tirole, 2012). Les limites des ratios de prêt à valeur (LTV) peuvent atténuer le prix de l'actif lorsque la politique monétaire accommodante augmente le prix de l'actif (FMI, 2011). Enfin, les limites des prêts en devises peuvent réduire le risque systémique associé aux flux de capitaux (Hahm et al., 2012). L'introduction d'une vision macroprudentielle s'accompagne également de débats concernant les points ci-dessous :

- Devrait-elle être effectuée par la banque centrale ? Les partisans de ce point de vue affirment que si elle est effectuée directement par les banques centrales, cela réduirait les problèmes de coordination et bénéficierait à la crédibilité des actions. Les opposants rappellent que la politique macroprudentielle est proche

de la politique budgétaire (redistribution entre les agents et la taxe sur les prélèvements), compromettant ainsi l'indépendance de la politique monétaire, et qu'un conflit d'intérêts peut survenir puisque la banque centrale peut être tentée de continuer à prêter aux banques en difficulté.

- Quelle est la cible exacte ? La stabilité financière est vague (contrairement à la stabilité des prix qui peut être quantifiée).
- Quelles sont les distorsions introduites ? Comment évaluer quantitativement le coût de la politique macroprudentielle ?
- Dans une union monétaire :
 - Les décisions contradictoires dans différentes juridictions faussent la concurrence.
 - La politique macroprudentielle peut également répondre aux risques locaux qui ne suffisent pas à déstabiliser le niveau des prix de l'union monétaire.
 - Il existe de nombreux niveaux (strates) de décideurs.

	Perspective macroprudentielle	Perspective microprudentielle
Objectif immédiat	Limiter la crise financière systémique	Limiter les difficultés individuelles des institutions
Objectif final	Éviter les coûts en termes de PIB	Protéger le consommateur (investisseur/déposant)
Caractérisation du risque	Considéré comme étant dépendant du comportement collectif (« endogène »)	Considéré comme étant indépendant du comportement des individus (« exogène »)
Corrélations entre les institutions et expositions communes	Importantes	Sans objet
Calibrage des contrôles pruden-tiels	En termes de risque systémique : du haut vers le bas (<i>top-down</i>)	En termes de risques propres à chaque institution : du bas vers le haut (<i>bottom-up</i>)

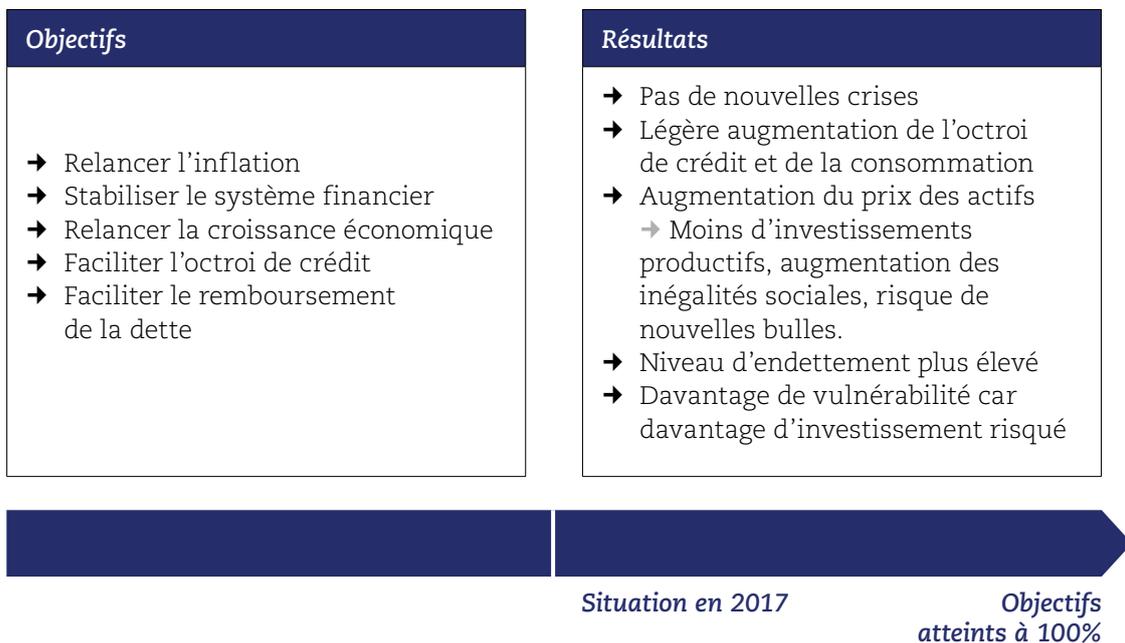
Source : Bordo [2003].

Conclusion

En conclusion, nous pouvons dire que dans un contexte d'après-crise, et avec des taux d'intérêt nominaux heurtant la borne du zéro, les banques centrales n'avaient pas d'autre choix que de mener des politiques ultra-accommodantes non-conventionnelles afin d'éviter le pire. Les banques centrales ont dû s'adapter et déployer des mesures inhabituelles et sans précédent. En effet, les injections de liquidités effectuées par les banques centrales ont atteint des niveaux considérables et la plupart des taux d'intérêt sont devenus négatifs. Néanmoins, le bilan reste mitigé : l'inflation et la croissance économique stagnent toujours, particulièrement en Europe et au Japon. Les politiques monétaires expansionnistes ont également échoué à générer une reprise significative de l'investissement productif ainsi qu'un désendettement.

Les banques centrales ont donc résolu une partie des problèmes (en évitant une accentuation majeure de la crise) mais en ont créé d'autres, *inter alia* :

- L'investissement productif n'existe quasi plus (p.ex. les entreprises préfèrent effectuer des rachats d'actions plutôt que d'augmenter la productivité) alors que c'est un vecteur important de l'inflation.
- Il y a davantage de vulnérabilité avec des investissements toujours plus risqués (p.ex. avec les compagnies d'assurance qui sont poussées à faire des investissements risqués pour pouvoir respecter leurs engagements).
- Il y a également un accroissement des inégalités sociales (avec l'augmentation du prix des actifs détenus seulement par une partie de la population), etc...



Actuellement, ce qui ressort principalement des recherches et études sur les politiques menées par les banques centrales est l'impossibilité qu'elles perdurent éternellement dans cet environnement ultra-accommodant.

Concernant les perspectives futures, deux scénarios ressortent: une sortie grâce à une normalisation ou une nouvelle phase de prépondérance budgétaire (et donc accepter que l'environnement actuel soit la « nouvelle-normalité ») si une normalisation est impossible pour des raisons économiques et/ou politiques. La théorie de l'*Helicopter Money* n'est donc pas à négliger.

Nous pensons que les banques centrales européennes et japonaises continueront de soutenir la croissance

mondiale dans les prochaines années, mais leurs impacts bénéfiques marginaux seront bien moindres que dans le passé. La tendance à redéfinir leurs missions de façon élargie se précisera davantage: plus de poids sera mis sur la lutte contre les risques systémiques, reléguant l'inflation au second plan. Si tel est le cas, des difficultés supplémentaires sont à prévoir pour les marchés d'emprunt d'Etat.

Le rôle de la FED dans les prochains mois est également déterminant pour les pays outre-Atlantique ainsi que les pays émergents. S'ils continuent sur cette lancée, nous pensons que les rendements obligataires mondiaux augmenteront dans les prochaines années. D'ailleurs, comme nous pouvons le remarquer sur les matrices ci-dessous, il y a une

World Bond Matrix au 29.06.2016													
	1ans	2ans	3ans	4ans	5ans	6ans	7ans	8 ans	9 ans	10ans	15 ans	20 ans	30ans
Suisse	-1.122	-1.102	-1.092	-1.047	-0.996	-0.91	-0.849	-0.718	-0.629	-0.572	-0.314	-0.185	-0.052
Japon	-0.331	-0.306	-0.297	-0.315	-0.322	-0.325	-0.325	-0.31	-0.29	-0.238	-0.116	0.047	0.086
Allemagne	-0.621	-0.654	-0.657	-0.627	-0.558	-0.527	-0.447	-0.376	-0.257	-0.127	-0.079	0.12	0.38
Pays-bas	-0.602	-0.599	-0.563	-0.544	-0.404	-0.382	-0.262	-0.15	-0.018	0.104	0.269	0.329	0.519
Finlande	-0.598	-0.578	-0.554	-0.454	-0.402	-0.285	-0.216	-0.085	0.002	0.162	0.381	-	0.548
Autriche	-0.565	-0.551	-0.479	-0.449	-0.349	-0.306	-0.278	-0.227	0.067	0.228	0.189	-	0.872
Belgique	-0.539	-0.525	-0.491	-0.421	-0.328	-0.27	-0.169	-0.065	0.087	0.215	0.516	0.762	0.945
France	-0.566	-0.576	-0.523	-0.487	-0.379	-0.292	-0.2	-0.044	0.11	0.252	0.561	0.635	1.061
Suède	-	-0.653	-	-0.479	-0.255	-	-0.09	0.083	-	0.302	0.83	1.179	-
Danemark	-	-0.608	-	-	-0.354	-	-	-	-	0.058	-	-	-
Irlande	-0.35	-0.316	-0.183	-0.149	-	0.012	0.227	0.375	-	0.592	0.887	-	1.311
Espagne	-0.232	-0.13	-0.035	0.076	0.265	0.339	0.567	0.931	1.082	1.253	1.575	1.978	2.32
Italie	-0.184	-0.062	0.026	0.149	0.363	0.557	0.749	0.982	1.191	1.369	1.647	2.016	2.377
Grande-Bretagne	0.245	0.2	0.26	0.376	0.451	0.603	0.731	0.857	0.848	0.947	1.482	1.647	1.768
Etats-Unis	-	0.639	0.748	-	1.058	-	1.325	-	-	1.516	-	-	2.319

World Bond Matrix au 30.05.2017													
	1ans	2ans	3ans	4ans	5ans	6ans	7ans	8 ans	9 ans	10ans	15 ans	20 ans	30ans
Suisse	-1.008	-0.932	-0.827	-0.74	-0.629	-0.547	-0.426	-0.316	-0.25	-0.166	0.041	0.201	0.319
Japon	-0.179	-0.169	-0.148	-0.134	-0.124	-0.104	-0.074	-0.04	-	0.035	0.261	0.554	0.796
Allemagne	-0.781	-0.719	-0.69	-0.572	-0.429	-0.297	-0.169	-0.017	0.135	0.305	0.555	0.853	1.145
Pays-bas	-0.7	-0.651	-0.605	-0.494	-0.357	-0.141	0.022	0.2	0.353	0.518	0.787	0.906	1.194
Finlande	-0.624	-0.689	-0.618	-0.492	-0.271	-0.213	-0.022	0.041	0.266	0.361	0.824	-	1.312
Autriche	-0.654	-0.617	-0.512	-0.389	-0.279	-0.19	-0.056	0.152	0.295	0.588	1.042	-	1.498
Belgique	-0.548	-0.49	-0.495	-0.366	-0.187	-0.041	0.135	0.369	0.573	0.739	1.107	1.433	1.716
France	-0.56	-0.572	-0.498	-0.381	-0.23	-0.114	0.119	0.322	0.489	0.664	1.03	1.127	1.685
Suède	-	-0.723	-	-0.441	-0.157	-	0.081	0.28	-	0.483	1.135	1.453	-
Danemark	-	-0.609	-	-0.301	-	-	-	-	-	0.571	-	-	-
Irlande	-0.525	-0.477	-0.46	-0.372	-	0.043	0.294	0.509	-	0.764	1.221	-	1.92
Espagne	-0.355	-0.298	-0.105	0.029	0.342	0.508	0.877	1.135	1.343	1.54	1.933	2.424	2.854
Italie	-0.319	-0.161	0.137	0.348	0.915	1.173	1.598	1.799	1.996	2.186	2.674	2.797	3.275
Grande-Bretagne	0.111	0.093	0.157	0.225	0.457	0.555	0.683	0.803	0.942	1.011	1.399	1.564	1.656
Etats-Unis	-	1.294	1.45	-	1.782	-	2.057	-	-	2.24	-	-	2.903

tendance, certes minime mais à mentionner, à la hausse de ces rendements obligataires.

Si cette tendance continue et s'accroît, il y aura beaucoup moins de tensions pour les régimes de retraites à prestations déterminées qui se sont détériorés ces derniers temps sous le poids des dettes. Les banques commerciales en profiteront également et pourront retrouver une certaine marge de manœuvre.

L'évolution des nouvelles technologies et la digitalisation (par exemple : l'apparition de la monnaie numérique et la technologie « blockchain ») entraînent l'apparition de nouveaux challenges qui doivent être également pris en compte.

Les évolutions économiques et politiques seront déterminantes pour l'orientation de la politique des banques centrales. Une coordination nationale (entre gouvernements et banques centrales) et internationale (entre les banques centrales elles-mêmes) est essentielle. Les gouvernements doivent se responsabiliser et procéder à des réformes structurelles pour aboutir à un désendettement significatif. Même si les facteurs d'influence sont difficiles à prévoir, il n'en reste pas moins que le débat sur l'avenir de la politique monétaire doit se renforcer.

Sources

Banque Nationale Suisse – Publications
<https://www.snb.ch/fr/about/pub>

Banque Centrale Européenne – Publications
<https://www.ecb.europa.eu/pub/html/index.en.html>

Banque d'Angleterre – Publications
<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/default.aspx>

Banque du Japon – Publications
<https://www.boj.or.jp/en/announcements/index.htm/>

Réserve Fédérale des Etats-Unis – Publications
<https://www.federalreserve.gov/publications.htm>

« La folie des banques centrales »
– Patrick Artus et Marie-Paule Virard

« Quelle sortie pour les politiques d'assouplissement quantitatif ? » Question d'Europe n374 – Fondation Robert Schuman
<http://www.robert-schuman.eu/fr/doc/questions-d-europe/qe-374-fr.pdf>

« Les limites des politiques monétaires non conventionnelles de la Banque centrale européenne » Edwin Le Héron
<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/pages-europe/pe000031-les-limites-des-politiques-monetaires-non-conventionnelles-de-la-banque-centrale/article>

« What are the costs of these ultra-accomodative monetary policies ? » – Valentine Ainouz et Bastien Drut – Amundi
http://research-center.amundi.com/research_center_en_uk/page/Publications/Special-Focus/2016/What-are-the-costs-of-these-ultra-accomodative-monetary-policies

« When and How to Exit: Issues Related to the Transition » – Donald Kohn, The Brookings Institution
http://voxeu.org/sites/default/files/file/Kohn_Geneva%20Conference.pdf

« Global liquidity and strategies of exit from unconventional monetary policies » – Ansgar Belke
<http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/1331677X.2016.1168039>

« To Fight or Not to Fight the World's Central Banks » – Tony Crescenzi, Lupin Rahman, Isaac Meng
<http://europe.pimco.com/EN/Insights/Pages/To-Fight-or-Not-to-Fight-the-Worlds-Central-Banks.aspx>

« Monetary Policy Divergence – a new transitory regime for global central bank » – Martin Hochstein- Allianz

« L'avenir de la politique monétaire est déterminé par le passé » – Basia Lejczak, Group Editorial Office, Credit Suisse

Perspectives multi-actifs pour 2017 – Barings
http://voxia.ch/wp-content/uploads/2016/11/161121-multi-asset-outlook-Barings-Valensise_FR-VF.pdf

« Comment sortir de l'impasse monétaire ? » – Christian Gomez et Gerard Lafay
<https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/0211829466451-comment-sortir-limpasse-monetaire-2068108.php#1UTbHQGdRjy6oIXX.99>

Economie Matin – « Quelles sont les conséquences d'une politique monétaire plus souple ? » – Sylvain Fontan
<http://www.economiematin.fr/news-politique-monetaire-consequences-economie-mondiale>

« Politiques monétaires: est-ce le début de la fin ? » – Département analyse et prévision – Revue de l'OFCE 2013/4 numéro 130
https://www.researchgate.net/publication/281354871_Politiques_monetaires_est-ce_le_debut_de_la_fin

« Vers la fin des politiques accommodantes ? » Option finance – 12/09/2016 – Arnaud Lefebvre
<http://www.optionfinance.fr/entreprises-finance/macroeconomie/vers-la-fin-des-politiques-accommodantes.html>

« The exit from non-conventional monetary policy: what challenges » – Philip Turner
<http://www.bis.org/publ/work448.pdf>

« La Banque Nationale Suisse dans les tourbillons des crises financières » – Conférence de Jean Zwahlen
<http://www.suisse-en-europe.ch/2015/wp-content/uploads/2016/10/16.09.19-J.-Zwahlen-La-BNS-dans-les-tourbillons...pdf>

Le Temps

« Taux négatifs: le double et le demi-anniversaire » – Sébastien Ruche
<https://www.letemps.ch/economie/2017/01/15/taux-negatifs-double-demianniversaire>

« Le franc fort: où en est-on ? » – Jean-Christian Lambelet
<https://www.letemps.ch/economie/2017/03/13/franc-fort-eston>

« La BNS doit-elle adapter sa politique monétaire ? » – wYann Quelenn
<https://www.letemps.ch/economie/2016/08/09/bns-doitelle-adapter-politique-monetaire>

« La Banque nationale suisse est-elle dans une fuite en avant ? » – Yann Quelenn
<https://www.letemps.ch/economie/2016/10/11/banque-nationale-suisse-estelle-une-fuite>

« Statu quo en vue pour la BCE malgré la hausse de l'inflation » – Benoît Toussaint
<https://www.letemps.ch/economie/2017/01/17/statu-quo-vue-bce-malgre-hausse-linflation>

Bilan

« Le fossé se creuse entre les politiques monétaires » – AWP
<http://www.bilan.ch/argent-finances/fosse-se-creuse-entre-politiques-monetaires>

« La BNS, la mission impossible ? » – Myret Zaki
<http://www.bilan.ch/myret-zaki/redaction-bilan/bns-mission-impossible>

« Le risque accru de la BNS » – Myret Zaki
<http://www.bilan.ch/myret-zaki/redaction-bilan/risque-accru-de-bns>

« Le jeu dangereux des banques centrales » – Joan Plancade
<http://www.bilan.ch/economie-plus-de-redaction/jeu-dangereux-banques-centrales>

« La politique ultra-accomodante de la BCE n'est plus nécessaire selon la BdB » – Klaus Lauer- Usine nouvelle
<http://www.usinenouvelle.com/article/la-politique-ultra-accomodante-de-la-bce-n-est-plus-necessaire-selon-la-bdb.N510189>

« Le spectre d'une crise financière » – Jaidi Larabi
<http://lavieeco.com/news/opinions/debat-chroniques/le-spectre-dune-crise-financiere.html>

Interview de William White, ancien économiste en chef de la BRI, accordée au journal suisse Finanz und Wirtschaft et traduit sur le lien internet suivant par Remy Fontan :
<https://fr.linkedin.com/pulse/les-banques-centrales-ne-peuvent-pas-faire-marche-arri%C3%A8re-fontan->

