



BCEAO

BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST



COFEB

CENTRE OUEST AFRICAIN DE FORMATION
ET D'ETUDES BANCAIRES

**NOTES ET ETUDES THEMATIQUES
N°02**

LA POLITIQUE MONETAIRE A TAUX D'INTERET PLANCHER PROCHE DE ZERO

Par Désiré Kouamé KANGA

Septembre 2021

Les avis exprimés engagent la responsabilité des seuls auteurs.



BCEAO
BANQUE CENTRALE DES ETATS
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST



COFEB
CENTRE OUEST AFRICAIN DE FORMATION
ET D'ETUDES BANCAIRES

COFEB

Direction de la Recherche et des Partenariats

Notes et études thématiques

LA POLITIQUE MONETAIRE A TAUX D'INTERET PLANCHER PROCHE DE ZERO

Par Désiré Kouamé KANGA *

Septembre 2021

* Je remercie l'ensemble des collègues de la DRP et des autres Directions des Services Centraux pour leurs précieuses contributions qui ont permis d'améliorer la qualité de ce travail. Les insuffisances et les limites inhérentes à cette étude n'engagent nullement la responsabilité de la Banque Centrale et relèvent de celle, exclusive, de l'auteur.

1. Introduction

La crise financière de 2007 s'est traduite rapidement en une crise économique, entraînant une baisse de la production et de l'inflation (cf. *Annexe 1, graphique 1A et B*), de même qu'une hausse du chômage. La gravité de cette crise a conduit les banques centrales à baisser leurs taux jusqu'à la limite proche de zéro (cf. *Annexe 1, graphique 1C*). Ce phénomène est assez rare en économie et avait été observé au Japon au cours des années 1990. A titre d'exemple, le taux directeur de la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Fed) est passé de 5,25% (en mai 2007) à 0,16% (en décembre 2008).

Les décisions de politique monétaire concernant les variations du taux nominal affectent l'économie via le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire la différence entre le taux d'intérêt nominal et les anticipations d'inflation. A titre d'exemple, lorsque les anticipations d'inflation sont bien ancrées autour de 2% et le taux d'intérêt nominal est à 3%, la banque centrale pourrait abaisser son taux directeur de 1 point de pourcentage de sorte que le taux d'intérêt réel soit à 0% afin de stimuler l'activité en période de ralentissement.

Dans une situation extrême, telle qu'une crise financière ou un resserrement du crédit (*credit crunch*), un taux d'intérêt négatif pourrait se révéler nécessaire pour prévenir un repli marqué de l'économie, compte tenu du fait que la croissance et l'inflation sont faibles. Dans un tel contexte, le taux d'intérêt nominal ne peut être inférieur à 2%, avec des anticipations ancrées à 2%, même si la conjoncture économique commandait une réduction du taux directeur de la banque centrale. La banque centrale ne serait donc plus en mesure d'influer sur les conditions de financement, du moins avec sa politique de taux d'intérêt ou politique conventionnelle. L'économie est confrontée alors à une trappe à liquidité définie comme une incapacité de la banque centrale à stimuler la croissance économique en baissant les taux d'intérêt puisqu'ils sont au plancher. La trappe à liquidité est synonyme d'inefficacité de la politique monétaire conventionnelle, d'une part, et peut générer une « *spirale déflationniste* », d'autre part¹. La faible demande et les taux d'intérêt directeurs proches de zéro contractent également les marges bénéficiaires des banques commerciales, car la demande de crédit est faible sinon inexistante.

Face à l'inefficacité de la politique des taux, les principales banques centrales ont été contraintes de recourir à des mesures exceptionnelles qualifiées de *non conventionnelles* en ce sens qu'elles s'appuient sur une gestion de leurs bilans plutôt que de leurs taux d'intérêt directeurs (*politique monétaire conventionnelle*). Les mesures non conventionnelles sont, avant tout, des mesures d'urgence mises en œuvre par les banques centrales².

Elles sont qualifiées de non conventionnelles parce que (i) *elles ne portent pas uniquement sur la gestion des taux d'intérêt de court terme*, (ii) *les montants de liquidité injectée sont importants*, (iii) *elles modifient substantiellement la structure et la taille des bilans des banques centrales*, et (iv) *leurs canaux de transmission peuvent différer de ceux empruntés par la politique de taux*.

En pratique, ces mesures sont similaires au rôle de prêteur en dernier ressort des banques

1 En effet, dans ces circonstances, si un choc négatif atténuant substantiellement les anticipations d'inflation frappe l'économie, le taux d'intérêt réel augmenterait. Celui-ci se situerait, par exemple, à 2% au lieu de -2% si la déflation anticipée est de 2%. Cette hausse du taux d'intérêt réel affaiblit la demande en raison de l'accroissement des coûts de financement, modère davantage les anticipations d'inflation, de sorte que la demande se replie de nouveau, et ainsi de suite. De ce fait, l'économie s'inscrit dans une « spirale déflationniste » et il peut s'ensuivre un long épisode de croissance atone et de déflation.

2 De façon plus globale, les mesures non conventionnelles renvoient à un ensemble très vaste de propositions comme la taxe sur la détention des actifs monétaires (Goodhart et Ashworth, 2012), la dépréciation de la monnaie (McCallum, 2000) et le ciblage d'un niveau général de prix (Jeanne et Svensson, 2007). Cette note se concentre sur les mesures mises en œuvre à partir de 2008. L'hélicoptère monétaire (Couppey-Soubeyran, 2020) sera évoqué à la sous-section 3.3, mais la monnaie digitale ne sera pas examinée.

centrales, à la différence que les interventions ont porté sur le système financier dans son ensemble (*et non uniquement destinées aux institutions solvables mais pas liquides*), notamment en raison des expositions croisées.

Après un peu plus de dix années de mise en œuvre, ces mesures n'ont pas été totalement abandonnées, à l'exception de la Fed. Au contraire, force est de constater que l'avènement de la pandémie de la Covid-19 en 2020 a renforcé l'usage des dites mesures. En effet, la Covid-19, à l'origine de la crise sanitaire, a entraîné une baisse drastique de l'offre et de la demande globales en raison de la rupture dans les chaînes d'approvisionnement, des mesures prises pour endiguer la propagation du virus (*confinement, distanciation sociale, etc.*) et des reports de consommation et d'investissement. Cette baisse de la demande a été associée à celle des prix du pétrole, ce qui a entraîné un repli de l'inflation. Dans un environnement de faible croissance, de risque de déflation et de taux d'intérêt au plancher dans les pays avancés, les banques centrales ont réactivé ou renforcé certaines mesures de politique monétaire non conventionnelles.

A la différence de la crise financière de 2007 qui avait conduit à la mise en œuvre de mesures non conventionnelles essentiellement dans les pays avancés, cette fois-ci, plusieurs banques centrales des pays émergents et en développement (PED) ont eu recours à ces mesures (Fratto et al., 2021). Alors que la plupart des pays avancés avaient utilisé les mesures non conventionnelles pour faire face à la borne à zéro du taux (*substituts*), la plupart des PED les ont utilisées comme des *compléments* à leur politique de taux d'intérêt.

Cette note passe en revue les différentes mesures prises par les banques centrales au regard des marges de manoeuvre de plus en plus faibles qui caractérisent les instruments conventionnels de la politique monétaire, présente les canaux de transmission de ces mesures à l'économie, leur efficacité et tire les enseignements pour la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO). Elle est structurée en (5) sections. Après l'introduction, la deuxième section expose les expériences internationales de l'efficacité des politiques monétaires non conventionnelles, la troisième retrace les mesures prises pour faire face au taux du niveau plancher proche de zéro. La quatrième tire des leçons pour la BCEAO et la dernière section conclut.

2. Efficacité de la politique monétaire : Expériences internationales

Cette section vise deux objectifs. En premier lieu, elle caractérise les mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales pour faire face au taux d'intérêt plancher proche de zéro. En second lieu, elle présente les instruments utilisés par les grandes banques centrales pour mettre en œuvre ces mesures.

Jusqu'en 2008, la probabilité que le taux directeur avoisine son plancher zéro était très faible selon les études disponibles³ (Amirault et O'Reilly, 2001). De plus, les économistes estimaient que ses conséquences sur l'économie étaient supportables. La crise financière globale de 2007-2008 a remis en cause ce consensus.

2.1. Caractéristiques des mesures non conventionnelles

Les mesures non conventionnelles peuvent être des substituts ou des compléments à la politique de taux d'intérêt. En effet, les mesures non conventionnelles mises en œuvre lorsque le taux directeur était proche de zéro dans certains pays (*Etats-Unis, Canada, Angleterre, Japon*) peuvent être considérées comme des *substituts* à la politique de taux d'intérêt (*cas des Etats-Unis et du Canada*). Néanmoins, dans la zone Euro et dans une certaine mesure dans les pays en développement (PED), les mesures non conventionnelles ont été mises en œuvre alors même que la Banque Centrale Européenne (BCE) disposait encore d'une marge pour réduire les taux directeurs et les pays en développement y ont eu

³ En effet, seul le Japon, au milieu des années 1990, a eu son taux d'intérêt directeur quasiment nul pendant une longue période pour faire face à la déflation et à la croissance faible. Le taux sur le marché monétaire du Japon est inférieur à 0,6% depuis novembre 1995.

recours pour faire face aux conséquences de la Covid-19. Dans ce cas, les mesures non conventionnelles sont *complémentaires* à la politique de taux d'intérêt.

Quelle que soit la forme, i.e. *substitut ou complément*, les mesures non conventionnelles visent globalement la relance du crédit à l'économie et l'amélioration des conditions de transmission de la politique monétaire en temps de crise.

Dans la mise en œuvre des mesures non conventionnelles, **les interventions des banques centrales ont dépassé le cadre des acteurs traditionnels (à savoir les banques) pour s'étendre aux institutions financières non bancaires et aux institutions non financières**. A titre d'exemple, la Fed a été fortement impliquée dans le sauvetage de la compagnie d'assurance AIG et a conduit certaines opérations directement avec des courtiers.

Théoriquement, **les mesures non conventionnelles peuvent être classées en politiques quantitatives** (*accroissement de la taille du bilan des banques centrales tout en maintenant la liquidité et le risque moyen de leur portefeuille*) **et en politiques qualitatives** (*modification de la composition de l'actif de la banque centrale vers des actifs moins liquides et plus risqués*). A l'exception des *twist*⁴, les banques centrales ont conduit à la fois des politiques quantitatives et qualitatives, qui se sont traduites par un accroissement de la taille de leur bilan (cf. graphique 1D) et une modification de leur structure. A titre illustratif, la taille du bilan de la Fed a été multipliée par cinq (5) entre 2006 et 2017.

2.2. Mise en œuvre des mesures non conventionnelles : expérience de quelques banques centrales

Les mesures non conventionnelles mises en oeuvre après la crise financière sont à la fois quantitatives et qualitatives. Par conséquent, dans la suite de cette note, elles seront classées selon leur nature, à savoir (i) *les mesures d'apport de liquidité en utilisant les instruments traditionnels*, (ii) *les mesures relatives aux achats d'actifs*, et (iii) *la communication pour orienter les anticipations de taux d'intérêt (forward guidance)*.

Cette sous-section est dédiée à l'analyse de chacune des trois catégories susmentionnées en insistant sur les objectifs spécifiques assignés à chacune d'elles et les instruments utilisés.

2.2.1. Les opérations d'apport de liquidité à partir des instruments traditionnels

Pour faire face à l'ampleur de la crise financière, les banques centrales ont réadapté les cadres de fourniture de liquidités existants. En effet, de façon traditionnelle, les banques centrales apportent de la liquidité au secteur bancaire en utilisant les opérations d'open-market (*pilotage des taux d'intérêt, gestion de la liquidité bancaire, signal d'orientation de la politique monétaire*) et les facilités permanentes (*prêt ou dépôt marginal*). Mais pour faire face à la crise, elles ont refinancé des institutions non bancaires (Fed), élargi l'assiette des actifs éligibles comme collatéraux (BCE), allongé la maturité du refinancement (BCE, Banque d'Angleterre ou BoE), fourni de la liquidité en quantité illimitée à taux fixe (BCE), assuré un approvisionnement en devises (*swap de change*)⁵, et appliqué des taux d'intérêt négatifs (BCE, BoJ, Danmarks Nationalbank ou DN, Swedish Riksbank, Swiss National Bank, Hungarian National Bank).

Ces mesures permettent de faire face à la borne à zéro du taux d'intérêt. En premier lieu, en élargissant l'assiette des actifs éligibles comme collatéraux, la BCE a décidé d'accepter à

4 Le *twist* est une opération au cours de laquelle la banque centrale vend des titres de courtes maturités pour acheter un montant équivalent de titres de maturités longues.

5 Les apports en devises (*swap*) se font entre banques centrales car les textes réglementaires ne permettent pas aux banques centrales de fournir de la liquidité à des banques étrangères implantées dans leurs juridictions monétaires. Les *swap de change* ne sont pas des mesures non conventionnelles en soi puisque de telles dispositions existaient avant la crise : un tel accord a existé entre la Fed et la BCE en 2001. Certainement, le caractère exceptionnel et généralisé pendant la crise peut leur conférer un aspect non conventionnel.

son guichet les garanties libellées en devises qui n'étaient pas éligibles aux opérations de refinancement avant la crise.

Deuxièmement, certaines banques centrales ont allongé la maturité de leurs opérations de refinancement. Par exemple, la BCE a allongé la maturité maximale de ses opérations à 48 mois contre 3 mois avant la crise.

En outre, la BCE a fourni de la liquidité en quantité illimitée à un taux fixe contrastant avec l'adjudication au prorata pouvant être à taux fixe ou variable effectuée avant la crise. En effet, au cours des opérations de refinancement « *traditionnel* », la banque centrale fixe un montant maximal à distribuer entre toutes les contreparties. Mais elle a modifié cette approche et a décidé de servir entièrement le montant de liquidité demandé par les soumissionnaires au taux qu'elle a fixé. Cette mesure permettait aux banques de se financer de façon illimitée à son guichet dans l'optique de soutenir leur financement à court terme.

Enfin, plusieurs banques centrales ont initié des politiques de taux d'intérêt négatifs⁶ en vue d'inciter les banques à utiliser leurs réserves pour conduire des activités d'intermédiation. En effet, la mise en œuvre des mesures non conventionnelles par l'entremise des banques a entraîné une accumulation excessive de réserves des banques auprès de la banque centrale. La BCE a, dès lors, décidé de ramener le taux de rémunération des facilités de dépôts à 0% en juillet 2012 puis à -0,40% en mars 2016. En d'autres termes, la banque centrale taxe les dépôts des banques pour les inciter à utiliser leurs ressources détenues auprès d'elles pour soit les prêter aux entreprises ou les placer sur des titres rémunérateurs. D'autres banques centrales (*Danemark, Hongrie, Japon, Norvège, Suède, Suisse*) ont suivi la même démarche.

2.2.2. Les opérations d'achat d'actifs

La mesure la plus utilisée par les banques centrales au cours de la crise financière globale et de la pandémie de la Covid-19 est l'achat massif de titres. Deux objectifs sont poursuivis, à savoir l'injection massive sur les marchés de liquidité à court terme et la baisse des taux d'intérêt à long terme. En facilitant l'accès au crédit pour les agents économiques (ménages, entreprises) et en réduisant son coût, ces mesures facilitent la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Ces achats d'actifs peuvent également cibler les titres adossés à des créances douteuses dans le but d'assainir le bilan des banques commerciales pour éviter le resserrement du crédit. Ainsi, la Fed a renoué avec les achats d'actifs à la suite de la pandémie de la Covid-19 pour restaurer le bon fonctionnement des marchés des titres du Trésor et des titres adossés à des hypothèques (*qui ont connu des dysfonctionnements au cours de la pandémie*) et *in fine* assurer la transmission de la politique monétaire pour influencer les conditions de financement. Le portefeuille d'actifs détenus par la Fed a ainsi augmenté de 3.900 à 6.600 milliards de dollars entre mi-mars et décembre 2020.

De même, la BCE a initié sept programmes d'achat d'obligations sécurisées, d'obligations d'Etats, d'obligations émises par le secteur privé, et de titres adossés à des actifs entre 2009 et 2016. D'un montant initial de 600 milliards d'euros au lancement en mars 2020, le programme d'achat d'urgence en cas de pandémie (PSPP) a été réévalué à 1.850 milliards d'euros en décembre 2020.

Les différents programmes d'achat d'actifs permettent de rassurer les banques et les investisseurs qu'ils ne seront pas confrontés à une contrainte de liquidité (Ugai, 2007). C'est également une garantie donnée aux investisseurs que la banque centrale continuerait ses politiques d'assouplissement.

Tandis que les achats d'actifs étaient uniquement effectués par les pays avancés après la crise financière, des PED ont initié des programmes d'achat d'actifs pour faire face à la pandémie de la Covid-19. Au moins 50 programmes d'achat d'actifs ont été initiés dans 27

⁶ Il existe un débat quant à la classification du taux négatif comme une mesure non conventionnelle puisque le taux d'intérêt est un instrument contrôlé par la banque centrale (cf. Pfister et Sahuc (2020) pour une discussion).

PED entre mars et août 2020 pour un montant cible⁷ de 129.146 milliards de dollars (Fratto et al., 2020). Selon la même source, environ deux tiers de ces programmes étaient basés sur un montant fixe ou maximal d'achat (*Bolivie, Ethiopie, Ghana, Islande, Inde, Île Maurice, Mexique, Thaïlande*). D'autres pays (*Angola, Colombie, Costa Rica et Hongrie*) ont ciblé des montants ajustés aux conditions du marché et/ou aux perspectives économiques.

La plupart des programmes d'achat de titres initiés après la crise financière de 2007 sont intervenus sur les marchés secondaires et ne constituent pas, a priori, un financement direct du déficit budgétaire⁸. Toutefois, au cours de la crise de la Covid-19, la Fed, la BoE, la banque centrale de la Nouvelle Zélande et certaines banques centrales des pays émergents et en développement (*Pologne, Indonésie, Maurice*) ont procédé à des achats d'actifs en vue de financer les dépenses publiques induites par la crise sanitaire.

Le financement monétaire du déficit pourrait éventuellement remettre en question l'indépendance de la banque centrale. C'est ainsi que les Autorités monétaires ont souligné les caractères temporaire et ponctuel des mesures prises.

2.2.3. Les stratégies de communication des banques centrales

La crise financière et la contrainte à zéro du taux d'intérêt ont conduit les banques centrales à annoncer de façon plus systématique et prononcée leurs intentions sur l'évolution des taux directeurs, connue sous le nom de *forward guidance*. Bien que la communication ne soit pas nouvelle, c'est le caractère systématique des informations prospectives sur la politique monétaire qui fait du *forward guidance* un instrument supplémentaire à la disposition des banquiers centraux. En fournissant des informations précises sur les intentions de politique monétaire de la banque centrale, le *forward guidance* vise à orienter les anticipations d'inflation vers la cible de la banque centrale afin de permettre au taux d'intérêt réel de baisser et stimuler l'économie (Eggertsson et Woodford, 2003).

Deux formes de *forward guidance* ont été proposées (Campbell et al., 2012), à savoir l'*odysseén*, dans laquelle la banque centrale s'engage publiquement sur une action future, et la *delphique*, dans laquelle la banque centrale fait une prévision des performances macroéconomiques et les actions probables de politique monétaire. La première forme est plus contraignante que la seconde, car elle expose la banque centrale au problème d'incohérence temporelle. Ainsi, la banque centrale pourrait être tentée de revenir sur sa décision si les anticipations ne se concrétisent pas ; ce qui peut entacher sa crédibilité. C'est la raison pour laquelle cette forme n'est pas très souvent utilisée (Moessner et al., 2017).

En pratique, les stratégies de communication des banques centrales ont combiné les deux formes et ont évolué avec l'intensité de la crise financière (Pfister et Sahuc, 2020). Les intentions des banques centrales étaient présentées de manière qualitative sous les formes suivantes : les taux d'intérêt resteraient bas « *pendant un certain temps* » (*Fed en décembre 2008*) ou « *pendant une période prolongée* » (*Fed en mars 2009 et BCE en juin 2013*) sans toutefois s'engager sur un calendrier précis. Enfin, certaines banques centrales ont conditionné leurs actions futures à des « seuils » de variables macroéconomiques comme le chômage et l'inflation. Par exemple, la Fed a décidé en décembre 2012 de poursuivre sa politique accommodante tant que (i) le taux de chômage serait au-delà de 6,5%, (ii) les prévisions d'inflation sur un (1) à deux (2) ans ne dépasseraient pas d'un demi-point de pourcentage l'objectif à long terme de 2%, et (iii) les anticipations d'inflation à plus long terme resteraient bien ancrées.

Au cours de la crise de la Covid-19, la Fed a explicitement affirmé que ses taux resteraient bas « *jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux compatibles avec le niveau du plein emploi, dans un contexte où l'inflation ressortirait à 2%*,

⁷ L'information sur les montants ciblés est plus complète que celle sur les achats effectifs.

⁸ Le financement monétaire ou *monétisation de la dette* se réalise lorsqu'un pays augmente la création monétaire pour financer ses dépenses en créant de la monnaie pour les financer. En pratique, la banque centrale peut soit acheter les obligations du gouvernement ou faire une avance directe au Gouvernement pour financer son budget.

et que les projections d'inflation indiquent une poursuite de cette tendance pendant un certain temps ».

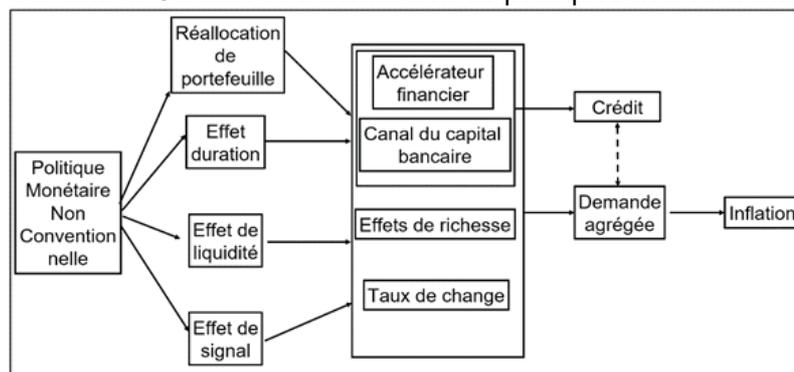
3. Efficacité des mesures prises pour faire face à la chute du taux au niveau plancher

La section précédente a montré quelques mesures prises par les banques centrales pour faire face à la contrainte du taux d'intérêt nominal à zéro. Ces mesures soulèvent deux questions. La première est de savoir les mécanismes par lesquels elles affectent l'économie. La seconde est relative à leur pertinence. Il s'agit ici de les évaluer au regard de grandeurs macroéconomiques et financières. Cette section tente de répondre à ces deux questions. Elle en présente enfin quelques limites.

3.1. Canaux probables de transmission des mesures non conventionnelles

Globalement, les mesures non conventionnelles peuvent assouplir les conditions de financement et relancer l'activité de crédit par quatre (4) canaux représentés par le schéma 1. En premier lieu, l'achat massif d'actifs devrait désenrayer les transactions sur les marchés visés par ces achats ; ce qui devrait se traduire par une baisse des primes de risque qui avaient explosé au plus fort de la crise (*effet de liquidité*). En second lieu, les mesures non conventionnelles devraient conduire à une ré-allocation des portefeuilles des investisseurs. En effet, l'achat massif d'actifs sans risque fait monter leur prix et baisser leur rendement. Il en résulte une incitation des investisseurs à se tourner vers d'autres actifs plus disponibles et rémunérateurs. Les banques sont également incitées à accorder des prêts aux entreprises (*effet de ré-allocation de portefeuille*). En troisième lieu, le risque de taux d'intérêt est-il réduit lorsque la banque centrale s'engage à maintenir longtemps ses taux directeurs à un niveau bas (*effet duration*). Quatrièmement, les mesures non conventionnelles doivent restaurer la confiance. En achetant des actifs, y compris de qualité moyenne, les banques centrales rassurent les investisseurs et les incitent à les imiter. Ces deux derniers effets doivent réduire les primes de risque. Par la suite, pourvu qu'il y ait une demande de financement, en faisant baisser les coûts de financement, ces mesures devraient stimuler la demande globale, aidée en cela par une dépréciation du taux de change.

Schéma 1: Canaux de transmission de politiques non conventionnelles



Source : Kanga (2017)

3.2. Effets des mesures non conventionnelles

Un quasi-consensus sur la pertinence et l'efficacité des mesures non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales est observé dans le contexte de taux d'intérêt nominal proche de zéro après la crise financière. Globalement, ces mesures se sont révélées assez efficaces pour prévenir de nouvelles difficultés financières, rétablir le fonctionnement des marchés financiers et assouplir les conditions de financement. Elles ont éventuellement eu des effets bénéfiques sur la croissance économique, l'inflation et le chômage, même si les effets macroéconomiques de ces mesures sont difficiles à évaluer.

Les travaux de Bailey et al. (2020), Neely et Karson (2021) concluent que les mesures non conventionnelles ont contribué à assouplir les conditions de financement après que le taux directeur ait atteint le plancher. De façon spécifique, les programmes d'achat d'actifs et l'orientation des anticipations des agents ont eu des effets importants sur les rendements obligataires (*des secteurs publics et privés*) via leurs effets sur les primes de risque (*effets de liquidité*). Les taux d'intérêt négatifs ont également été efficaces pour faire baisser les rendements obligataires. Ces mesures se sont traduites par une hausse du cours des actifs, qui a fait baisser les taux d'intérêt (*taux débiteurs, taux longs*).

Il convient de noter que l'ampleur des effets des mesures non conventionnelles reste néanmoins modérée lorsqu'ils sont comparés au montant des opérations. Par ailleurs, les effets sur le volume du crédit aux entreprises non financières (NFC) de ces politiques restent limités. Ces mesures se sont traduites par un accroissement des réserves des banques, faute certainement d'une forte demande et/ou de la frilosité des banques en période d'incertitude.

Selon Pfister et Sahuc (2020), les mesures non conventionnelles, en modifiant le prix des actifs, contribuent à réduire le coût du capital et relancer l'investissement. Pourvu qu'il y ait une demande de financement, ces politiques devraient stimuler la demande globale et par suite contribuer à créer des anticipations d'inflation et réduire le chômage. Il ressort qu'un accroissement de la taille du bilan de la banque centrale entraîne une hausse de la production et l'inflation, et réduit le taux de chômage. Debortoli et al. (2020) et Lhuissier et al. (2020) concluent qu'un environnement de taux bas n'entrave pas le mécanisme de transmission monétaire. Les effets de la politique monétaire sur l'activité et les prix restent similaires entre le régime normal (*taux d'intérêt positif*) et celui de taux d'intérêt bas (*taux d'intérêt plancher*).

3.3. Limites des mesures non conventionnelles

Les mesures non conventionnelles sont moins efficaces lorsque les pressions déflationnistes sont enracinées (*cf. expérience du Japon*). Lorsque la courbe des taux⁹ est déjà plate et proche de zéro, l'assouplissement quantitatif et le *forward guidance* ont un impact limité sur la baisse des rendements. Les taux d'intérêt négatifs peuvent fournir un instrument complémentaire, mais leurs effets sur la rentabilité des banques ne sont pas encore bien connus. Les travaux existants indiquent néanmoins que les taux négatifs ne sont pas désastreux pour le secteur bancaire (Bikker et Vervliet, 2018 ; Boungou, 2020) ; ledit secteur ayant ajusté ses pratiques pour faire face à la situation (Klein, 2020).

De plus, les effets des mesures non conventionnelles sur la croissance, le chômage et la création d'inflation sont lents. En outre, dans la zone Euro, elles ont été moins efficaces là où les besoins étaient comparativement les plus importants malgré la réponse asymétrique de la BCE.

Par ailleurs, l'apport de liquidité peut conduire à une plus grande prise de risque des banques via la spéculation, ce qui conduirait à une instabilité du système financier et générerait d'autres crises (Shin, 2009).

Enfin, la mise en œuvre des mesures non conventionnelles a souvent généré des problèmes d'aléa moral qui expliqueraient leurs effets mitigés. En effet, les banques ont décidé de détenir plus de réserves en lieu et place d'utiliser la liquidité injectée pour accroître l'activité de crédit (Shleifer et Vishny, 2010) soit par une absence et/ou une faiblesse de la demande, soit par une volonté de détenir de la liquidité. Ce constat a conduit certains économistes à proposer que la banque centrale effectue un « *transfert direct* » aux gouvernements et au

⁹ La courbe des taux est une représentation graphique des rendements (taux d'intérêt) d'obligations d'un même émetteur selon leur échéance, de la plus courte à la plus longue. La pente de la courbe de rendement donne une idée des variations futures des taux d'intérêt et de l'activité économique. Il existe trois principaux types de courbes de rendement : normale (courbe ascendante), inversée (courbe descendante) et plate.

secteur privé sur des comptes ouverts au sein de ses services (Couppey-Soubeyran, 2020) ou « *monnaie hélicoptère* » (Galí, 2020). La finalité est d'accroître la demande globale et d'obtenir un effet multiplicateur sur le PIB qui serait supérieur à celui des politiques monétaires conventionnelles. Ces transferts amélioreraient la transmission de la politique monétaire et l'effet multiplicateur attendu sur l'activité serait équivalent à celui obtenu dans le cas d'une baisse d'impôts.

Toutefois, les opposants à cette thèse jugent que la distribution directe de monnaie aux agents économiques sans contrepartie serait inefficace. En réalité, la monnaie hélicoptère a été déjà mise en pratique de manière implicite. En effet, lorsqu'un Etat, par exemple, fait un transfert aux ménages (*transfert direct ou financement du chômage partiel*), et qu'il émet, d'une part, des obligations pour financer ce transfert, et que la banque centrale, d'autre part, achète ces obligations, cette situation est équivalente à une mesure où la banque centrale donnerait directement de la monnaie à ces mêmes ménages (Artus, 2020).

4. Quels enseignements pour la BCEAO ?

4.1. Crises économiques et mesures spéciales de la BCEAO

En réaction à la pandémie de la Covid-19, la BCEAO a mis en œuvre des mesures dites « spéciales¹⁰ ». Afin de pallier les conséquences néfastes de la pandémie, le Comité de Politique Monétaire de la BCEAO a décidé, lors de sa réunion du 22 juin 2020, d'accompagner les plans de riposte mis en place par les Etats. Dans cette dynamique, les taux directeurs ont été revus à la baisse, de 50 points de base. Ainsi, le taux d'intérêt minimum de soumission aux opérations d'appels d'offres d'injection de liquidité est passé de 2,50% à 2,00% et le taux d'intérêt du guichet de prêt marginal a été ramené de 4,50% à 4,00%, à compter du 24 juin 2020. Par ailleurs, le Comité de Politique Monétaire a relevé que la situation de constitution des réserves obligatoires par les banques reste confortable. Sur cette base, il a décidé de maintenir inchangé le coefficient applicable aux banques de l'Union, qui demeure fixé à 3,0%.

En outre, un programme d'émissions de titres publics dénommé « Bons Covid-19 » a été mis en place pour permettre aux Etats de la zone UEMOA de mobiliser les ressources financières afin de faire face aux urgences liées à la lutte contre la pandémie. D'environ 1.172 milliards de FCFA, ces titres sont des Bons Assimilables du Trésor de maturité de 3 mois émis par voie d'adjudication à des taux précomptés inférieurs ou égaux à 3,75%. Ils bénéficient non seulement de l'accès au guichet classique de la BCEAO, mais aussi de l'accès à un guichet spécial COVID de refinancement à 3 mois au taux directeur fixe de 2,5% sur toute leur durée de vie. Au total, 85 investisseurs de l'UEMOA ont participé au programme, avec une moyenne globale de couverture des émissions de l'ordre de 368% et un taux moyen pondéré des émissions de 3,1433%. La dispersion des taux autour de cette moyenne pondérée varie entre 2,7574% et 3,5208%.¹¹

Poursuivant ses efforts de soutien aux économies de l'Union, la BCEAO en accord avec l'Agence UMOA-Titres, a mis en place un guichet spécial de refinancement dénommé « *Guichet de relance* ». Toutes les Obligations de Relance émises par les Etats en 2021 sur le marché des titres publics sont éligibles à ce guichet. Ainsi, les banques pourront mobiliser sur ce guichet spécial des ressources pour une durée de six (6) mois renouvelable au taux minimum de soumission aux adjudications de la BCEAO, qui est actuellement de 2%.¹²

Outre la communication sur ces mesures à travers les communiqués du Comité de Politique Monétaire, la Banque Centrale a décidé (i) d'augmenter les ressources mises à la disposition

10 BCEAO, <https://www.bceao.int/fr/communiqu\u00e9-presse/communiqu\u00e9-de-la-banque-centrale-des-etats-de-lafrique-de-louest-bceao>

11 www.umoatitres.org/fr/bons-social-covid-19-plus-de-1-000-milliards-de-fcfa-mobilises-sur-le-marche-des-titres-publics-pour-face-aux-besoins-de-financement-des-etats-de-la-zone-uemoa

12 www.bceao.int/fr/communiqu\u00e9-presse/soutien-de-la-bceao-lemission-dobligations-de-relance-par-les-etats-membres-de

des banques, afin de permettre à celles-ci de maintenir et d'accroître le financement de l'économie. A cet égard, une hausse de 340 milliards a été apportée au montant que la Banque Centrale accorde chaque semaine aux banques, pour le porter à 4.750 milliards et à partir du mois de mars 2020 un taux fixe de 2,5% a été appliqué aux montants sollicités par les banques ; (ii) d'élargir le champ des mécanismes à la disposition des banques pour accéder au refinancement de la Banque Centrale. Dans ce cadre, la BCEAO a pris l'initiative de faire la cotation de 1.700 entreprises privées dont les effets n'étaient pas acceptés auparavant dans son portefeuille. Cette action permettra aux banques d'accéder à des ressources complémentaires de 1.050 milliards et aux entreprises concernées de négocier et bénéficier de meilleures conditions pour leurs emprunts.

D'autres mesures concernaient les émissions de titres publics dont le calendrier serait réaménagé sur le marché financier régional, la sensibilisation sur l'utilisation des ressources disponibles sur le guichet spécial de refinancement des crédits accordés aux petites et moyennes entreprises (PME/PMI). En outre, il a été affecté un montant de 25 milliards au fonds de bonification de la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD) pour permettre à celle-ci d'accorder une bonification de taux d'intérêt et d'augmenter le montant des prêts concessionnels aux Etats pour le financement des dépenses urgentes d'investissement et d'équipement dans le cadre de la lutte contre la pandémie.

Une rétrospective sur l'impact de ces mesures, en coordination avec les mesures de politiques budgétaires aux ménages et aux entreprises, montre que les résultats sont positifs. D'une prévision de taux de croissance du PIB réel de l'Union à 0,3% par le FMI en 2020, la croissance économique est ressortie à 1,5% avec un taux d'inflation stable.

4.2. Quelques leçons pour la BCEAO

En juin 2021, le principal taux d'intérêt directeur de la BCEAO était de 2% et le taux d'inflation au premier trimestre 2021, est ressorti à 2,2%¹³. Les prévisions d'inflation à l'horizon de vingt-quatre mois, soit à fin mars 2023, font ressortir un taux de 1,9%, dans la zone cible [1,0% - 3,0%] définie pour la politique monétaire dans l'UMOA. Ces informations indiquent que la BCEAO ne devrait pas méconnaître la menace que pose la borne à zéro. En effet, si la tendance actuelle se poursuit, le taux d'intérêt réel ressortirait à 0,1% si les anticipations d'inflation sont ancrées à 1,9%.

En pratique, deux groupes de facteurs peuvent agir sur la probabilité que les taux d'intérêt nominaux se heurtent au plancher zéro (Lavoie et Murchison, 2007) : le niveau moyen des taux d'intérêt et la volatilité de ces taux. En premier lieu, le risque de buter sur la borne à zéro est plus élevé si le taux d'inflation anticipé est faible, puisqu'il existe peu de marge pour faire baisser le taux d'intérêt réel. Dans ces conditions, l'Autorité monétaire a intérêt à pousser les anticipations d'inflation vers le niveau voire au-delà de la cible, pendant un certain temps pour permettre au taux d'intérêt réel de baisser et relancer l'économie. Dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), les prévisions d'inflation, utilisées comme un proxy des anticipations d'inflation, semblent optimistes. Si ces anticipations sont fermement arrimées à 2%, le risque de déflation est très faible, ce qui limiterait les effets négatifs de la borne à zéro.

En outre, la stratégie de communication de la BCEAO permet de fournir des indications claires quant à l'orientation future de la politique monétaire, c'est-à-dire adopter le *forward guidance* utilisé par les banques centrales des pays avancés. Dans ce sens, le communiqué de presse de la réunion du Comité de Politique Monétaire tenue le 3 mars 2021 indique que « *dans les mois à venir, la BCEAO continuera à mettre en œuvre une politique monétaire assurant la stabilité des prix, tout en soutenant le retour à une croissance forte* ».

En second lieu, l'amplitude des chocs affectant l'économie peut conduire à une baisse drastique des taux nominaux, toute chose qui peut accélérer l'atteinte du plancher à zéro. La

13 Communiqué de presse N°02/2021 de la réunion ordinaire du Comité de Politique Monétaire de la BCEAO tenue le 9 juin 2021. <https://www.bceao.int/fr/communique-presse/communique-de-presse-de-la-reunion-ordinaire-du-comite-de-politique-monetaire-9>

variation du taux nominal se transmet au taux réel, mais également au taux de long terme selon la théorie des anticipations. Dès lors, Woodford (1999) recommande aux banques centrales de s'engager de manière crédible à mener une politique monétaire se caractérisant par un certain degré d'inertie à l'égard du passé. En pratique, les banques centrales peuvent adopter une cible en termes de niveau des prix, à l'opposé d'un ciblage de l'inflation¹⁴. Dans un tel contexte, la banque centrale s'efforce de faire revenir le niveau des prix, et non sa variation, à une valeur fixe ou à une trajectoire déterminée.

Enfin, les mesures non conventionnelles sont également des outils que peut utiliser la BCEAO pour prévenir la contrainte du taux d'intérêt à zéro. La BCEAO a déjà anticipé le problème que peut poser le taux plancher en mettant en œuvre des mesures exceptionnelles¹⁵ aux premières heures de la pandémie de la Covid-19, à l'instar des autres pays émergents et en développement. Les mesures non conventionnelles, bien qu'attractives, doivent être bien calibrées (*i.e. choix des instruments et des montants de même qu'un examen a priori des canaux de transmission*) pour obtenir des impacts importants au regard de la structure de nos économies.

5. Conclusion

Jusqu'en 2008, la borne zéro était une simple curiosité théorique, sauf au Japon. Les perceptions ont radicalement évolué au point que les taux directeurs sont au plus bas aux Etats-Unis, dans la zone Euro et au Royaume-Uni.

La présente note a exploré les mesures de politique monétaire mises en œuvre pour faire face à cette situation, leur pertinence et leur efficacité. Des leçons sont tirées pour le cas de l'UEMOA.

En général, dans l'incapacité de baisser davantage les taux directeurs, les banques centrales ont recouru aux mesures non conventionnelles. Ces mesures ont consisté en des apports de liquidité, des achats massifs d'actifs et une intensification de la communication.

Ces mesures se transmettent à l'économie, tout d'abord, par les anticipations. Les effets des mesures non conventionnelles sont moins prévisibles et plus faibles que ceux des politiques classiques parce que leur efficacité repose sur la création d'anticipations. Les effets obtenus restent en deçà des objectifs des montants de la liquidité injectée. En particulier, les effets des mesures non conventionnelles sur la croissance, le chômage et l'inflation sont lents, quand bien même elles ont augmenté les prix des actifs, réduit les primes de risque et de liquidité et les taux de long-terme.

Les mesures non conventionnelles doivent continuer à faire partie de la boîte à outils des banques centrales, car elles peuvent apporter un soulagement crucial en cas de crise grave poussant les économies vers la borne zéro. La pandémie de la Covid-19 en est une illustration. En pratique, les Autorités monétaires devraient consentir des efforts pour le suivi des anticipations d'inflation tout en mettant en œuvre des politiques adaptées aux besoins des économies, surtout lorsqu'il s'agit d'une union monétaire comme l'UEMOA.

Cependant, elles ne sont pas toujours efficaces surtout si la banque centrale manque de crédibilité et ne parvient pas à modifier les anticipations des agents économiques. Dès lors, il serait utile de réfléchir à la manière de réduire la probabilité que la limite inférieure à zéro devienne contraignante, par exemple, en augmentant la cible d'inflation pour laisser plus de place aux baisses conventionnelles des taux d'intérêt nominaux, en adoptant un ciblage du

¹⁴ La différence entre le ciblage de l'inflation et le ciblage du niveau des prix est relative aux actions entreprises à la suite de chocs non anticipés sur l'inflation. Lorsque le niveau des prix est la cible, de tels chocs conduisent à des mesures correctives pour ramener le niveau des prix vers la cible. A l'opposé, lorsque l'inflation est la cible, de tels chocs sont considérés comme des erreurs « du passé » de sorte que les actions de la banque centrale consisteront à s'assurer que l'inflation évolue selon la cible fixée. En des termes techniques, la trajectoire du niveau des prix peut être radicalement modifiée (présence de racine unitaire) lorsque l'inflation est la cible à la différence d'un ciblage du niveau des prix.

¹⁵ Voir <https://www.bceao.int/fr/Covid-19> pour les mesures de la BCEAO face au Covid-19 (consulté le 16/03/2021).

niveau du prix et non de l'inflation, et en promouvant des réformes structurelles pour stimuler la croissance (*politique budgétaire au-delà du mandat de la banque centrale*). En effet, les politiques monétaires non conventionnelles ne constituent pas une solution à l'endettement des pays mais peuvent contribuer à son augmentation.

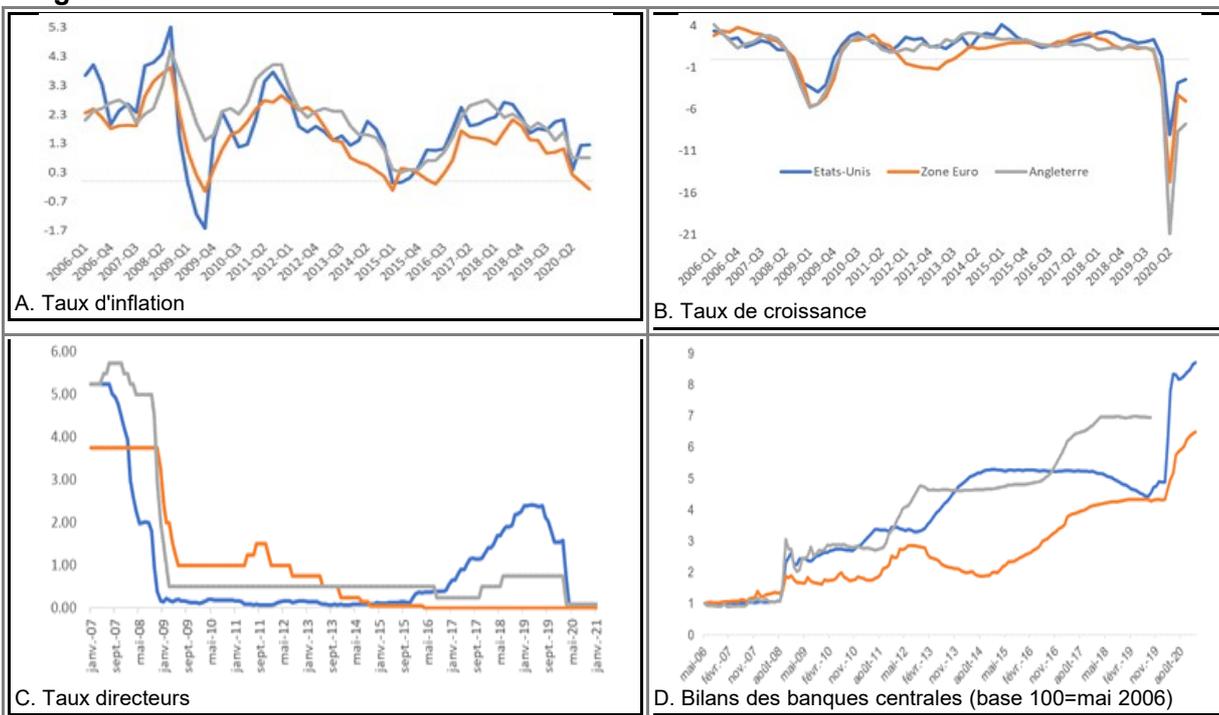
6. Références bibliographiques

- Amirault, D., & O'Reilly, B. (2001). *The zero bound on nominal interest rates: How important is it?* Document de travail 2001-6, Banque du Canada.
- Artus, P. (2020). *Les propositions qui ne font pas avancer la réflexion*. Natixis, Flash Economie, Avril 2020.
- Bailey, A. J., Bridges, J., Harrison, R., Jones, J., & Mankodi, A. (2020). *The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future*. Staff Working Paper No. 899, Bank of England.
- Bhattarai, S., & Neely, C. J. (2020). An analysis of the literature on international unconventional monetary policy. *Journal of Economic Literature*. Forthcoming.
- Bikker, J. A., & Vervliet, T. M. (2018). Bank profitability and risk-taking under low interest rates. *International Journal of Finance & Economics*, 23(1), 3-18.
- Boungou, W. (2020). Negative interest rates policy and banks' risk-taking: Empirical evidence. *Economics Letters*, 186, 108760.
- Campbell, C. L., Evans, J. R., Fisher, J. D. M. & Justiniano, A. (2012). Macroeconomic Effects of FOMC Forward Guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-80.
- Cheun, S., von Köppen-Mertes, I., & Weller, B. (2009). *The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil*. ECB Occasional Paper No. 107.
- Coupey-Soubeyran, J. (2020). *Un « drone hélicoptère » contre la dépression dans le sillage de la crise sanitaire*. Institut Veblen. <https://www.veblen-institute.org/La-monnaie-helicoptere-contre-la-depression-dans-le-sillage-de-la-crise.html>
- Cour-Thimann, P., & Winkler, B. (2012). The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure. *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), 765-803.
- Debortoli, D., Galí, J., & Gambetti, L. (2020). On the empirical (ir) relevance of the zero lower bound constraint. *NBER Macroeconomics Annual*, 34(1), 141-170.
- Dell'Ariccia, G., Rabanal, P., & Sandri, D. (2018). Unconventional monetary policies in the euro area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, 32(4), 147-72.
- Eggertsson, G., & Woodford, M. (2003). The zero bound on interest rates and optimal monetary policy," *Brookings Papers on Economic Activity*. *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(1), 139-235.
- Fratto, C., Vannier, B. H., Mircheva, B., de Padua, D., & Poirson, H. (2021). *Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries*. International Monetary Fund Working Paper No. 2021/014.
- Galí, J. (2020). Helicopter money: The time is now. <https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>.
- Goodhart, C. A., & Ashworth, J. P. (2012). QE: a successful start may be running into diminishing returns. *Oxford Review of Economic Policy*, 28(4), 640-670.
- Jeanne, O., & Svensson, L. E. (2007). Credible commitment to optimal escape from a liquidity trap: The role of the balance sheet of an independent central bank. *American Economic Review*, 97(1), 474-490.
- Kanga, D. (2017). Politiques monétaires non conventionnelles : quels enseignements de la littérature ? *Revue Française d'Economie*, 32(2), 3-36.

-
- Klein, M. (2020). Implications of negative interest rates for the net interest margin and lending of euro area banks. BIS Working Papers No. 848.
- Lavoie, C., & Murchison, S. (2007). La borne limitant à zéro les taux d'intérêt nominaux et son incidence sur la conduite de la politique monétaire. *Revue de la Banque du Canada*, 31-39.
- Lenza, M., Pill, H., & Reichlin, L. (2010). Monetary policy in exceptional times. *Economic Policy*, 25(62), 295-339.
- Lhuissier, S., Mojon, B., & Rubio-Ramirez, J. F. (2020). *Does the liquidity trap exist?*. Document de Travail No. 762, Banque de France.
- McCallum, B. (2000). Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, 32(4), 870-904.
- Moessner, R., Jansen, D. J., & de Haan, J. (2017). Communication about future policy rates in theory and practice: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), 678-711.
- Neely C.J and E. Karson (2021), « More Stories of Unconventional Monetary Policy », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Second Quarter 2021, 103(2), pp. 207-70., <https://doi.org/10.20955/r.103.207-70>
- Neuenkirch, M. (2013). Monetary policy transmission in vector autoregressions: A new approach using central bank communication. *Journal of Banking & Finance*, 37(11), 4278-4285.
- Pfister, C., & Sahuc, J. G. (2020). Unconventional monetary policies: A stock-taking exercise. *Revue d'Economie Politique*, 130(2), 137-169.
- Shin, H. S. (2009). Securitisation and financial stability. *Economic Journal*, 119(536), 309-332.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2010). Asset fire sales and credit easing. *American Economic Review*, 100(2), 46-50.
- Sinn, H. W., & Wollmershäuser, T. (2012). Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility. *International Tax and Public Finance*, 19(4), 468-508.
- Sturm, J. E., & De Haan, J. (2011). Does central bank communication really lead to better forecasts of policy decisions? New evidence based on a Taylor rule model for the ECB. *Review of World Economics*, 147(1), 41-58.
- Tadenyo, Y. D. (2015). *Hétérogénéité des structures et performances économiques, mécanismes de transmission de la politique monétaire unique dans la zone UMOA*. Thèse de doctorat, Université Cheikh Anta Diop, Dakar, Sénégal.
- Ugai, H. (2007). Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses. *Monetary and economic studies*, 25(1), 1.
- Woodford, M. (1999). *Commentary: How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?* in "New Challenges for Monetary Policy", Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City.
-

Annexe 1 :

Graphique 1: Evolution de quelques indicateurs pour les Etats-Unis, la Zone Euro et l'Angleterre



Sources : Fred Database (St Louis Fed), ECB Statistical Data Warehouse, OECD database.



**Centre Ouest Africain de Formation
et d'Etudes Bancaires (COFEB)**

Avenue Abdoulaye Fadiga

BP : 3108 Dakar - Sénégal

Téléphone : 00 221 33 839 05 00

Fax : 00 221 33 823 83 35

Contact : courrier.zdrp@bceao.int

[https://www.bceao.int/fr/content/
centre-de-formation-et-detudes-
bancaires-cofeb](https://www.bceao.int/fr/content/centre-de-formation-et-detudes-bancaires-cofeb)