

Data focus 1-a

Etats-Unis : bilan de la Réserve fédérale, multiplicateur de crédit

■ Depuis un an, le bilan de la Réserve fédérale a beaucoup évolué. Sa taille, inférieure à 900 milliards de dollars jusqu'au début de septembre 2008, a rapidement augmenté à partir de cette date pour dépasser 2 200 milliards de dollars en décembre. Au cours de cette période, qui correspond à l'acmé de la crise financière, la Réserve fédérale a développé divers programmes de refinancement alternatifs pour pallier le fonctionnement exceptionnellement erratique des marchés financiers.

■ Depuis lors, la taille du bilan de la banque centrale a cessé de croître, en dépit du passage à une nouvelle phase de la politique monétaire quantitative, consistant en des achats de titres. Dans le même temps, en effet, les programmes de refinancement à court terme ont vu leur importance décroître, dans un contexte financier moins agité. Les actifs de la Réserve fédérale s'élevaient à 2 54 milliards de dollars la semaine du 28 octobre.

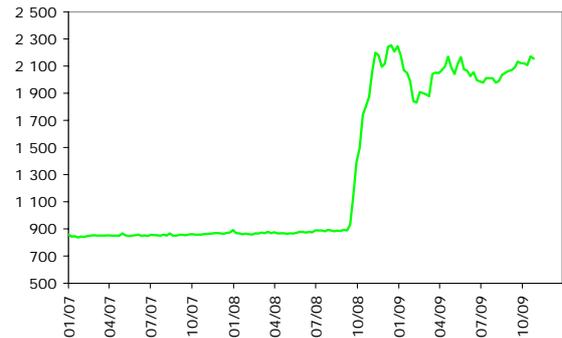
■ Si la taille du bilan de la Réserve fédérale a donc peu varié depuis le début de 2009, sa composition a, en revanche, fortement évolué.

■ La part des titres de long terme au sein de l'ensemble des actifs détenus par la Réserve fédérale a fortement progressé, sous l'impulsion d'achats de titres du Trésor, de titres de dette d'agences et, surtout, de MBS d'agences. En particulier, le poids des actifs hypothécaires a augmenté.

■ L'importance des programmes de refinancement à court terme a fortement diminué, les dispositifs de soutien temporaires (*Term Auction Facility*, *Commercial Paper Funding Facility*, lignes de *swaps* avec d'autres banques centrales, etc.) voyant leur importance décroître avec l'atténuation de la crise financière.

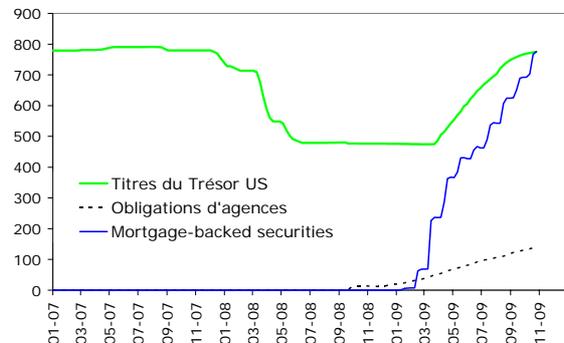
■ Ainsi, la politique quantitative de la Réserve fédérale a largement évolué depuis l'automne dernier. Lancée en réponse aux contraintes de financement à court terme des institutions financières, liées aux tensions exceptionnelles sur les marchés monétaires, elle s'est déplacée vers la détention de titres à long terme, afin de poursuivre des objectifs plus macroéconomiques.

Bilan de la Réserve fédérale, actifs



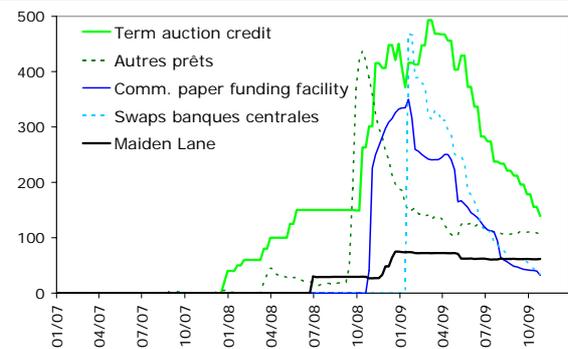
Source : Réserve fédérale

Bilan de la Réserve fédérale, titres détenus



Source : Réserve fédérale

Bilan de la Réserve fédérale, programmes de liquidités



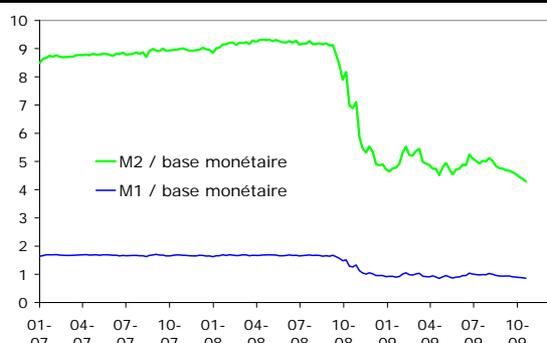
Source : Réserve fédérale

■ L'accroissement très prononcé de la taille du bilan de la Réserve fédérale n'a pas eu d'influence spectaculaire sur l'évolution des agrégats monétaires M1 et M2, les banques laissant une grande part de leurs réserves en dépôt à la Réserve fédérale.

■ Alors que la base monétaire a plus que doublé entre septembre 2008 (environ 900 milliards de dollars) et octobre 2009 (environ 1900 milliards de dollars), les progressions de M1 et M2 au cours de la même période sont sans comparaison (+16% et +7% respectivement). La hausse des agrégats a bien accéléré, mais dans des proportions très modestes en comparaison de la base monétaire.

■ Ainsi, le ratio de M1 à la base monétaire est passé de 1,6 en septembre 2008 à 0,9 en octobre 2009. De façon similaire, le ratio de M2 à la base monétaire a diminué de 8,7 à 4,5 au cours de la même période.

Ratio agrégats monétaires / base monétaire



Source : Réserve fédérale

Bilan de la Réserve fédérale, lignes sélectionnées

Mds de dollars	01/08/07	03/09/08	28/10/09
Actifs totaux	858	894	2154
Titres détenus directement	791	480	1692
Titres du Trésor US	791	480	775
Titres d'agences	0	0	142
MBS	0	0	776
Crédits aux institutions financières	0	169	196
Crédits classiques	0	19	23
TAF	0	150	139
PDCF	0	0	0
AMLF	0	0	0
Swaps autres banques centrales	0	0	33
Autres facilités de crédit	0	0	74
CPFF	0	0	32
TALF	0	0	42
Soutiens à des institutions particulières	0	29	105
Extension de crédit à AIG	0	0	43
Portefeuilles Maiden Lane	0	29	62
Passif	824	853	2102
Capital	34	41	53

Source: Réserve fédérale

Base monétaire, M1, M2 et crédits

Mds de dollars	01/08/07	03/09/08	07/10/09
Base monétaire	825	846	1873
M1	1369	1392	1667
M1 / base monétaire	1,7	1,6	0,9
M2	7264	7708	8341
M2 / base monétaire	8,8	9,1	4,5
	T3 07	T3 08	T2 09*
Crédits au secteur privé non financier	23864	25003	24851
Crédits / base monétaire	28,9	29,5	13,3

Source: Réserve fédérale

* dernier point disponible

Data Focus 1-b

Zone euro : bilan de la BCE, multiplicateur de crédit

- Depuis le début des tensions sur les marchés financiers en août 2007, la taille du bilan de la BCE s'est considérablement accrue. Ainsi, fin août 2007, la valeur des actifs de la BCE s'élevait à 1 157 MdEUR, tandis que fin octobre 2008, dans le sillage de la faillite de Lehman Brothers, elle atteignait 2 031 MdEUR, soit une augmentation de près de 76 %. Fin octobre 2009, elle s'établit à 1 801 MdEUR, une somme inférieure au niveau record enregistré au cours du dernier trimestre 2008 mais supérieure de 56 % à celui d'août 2007.

- L'accroissement de la taille du bilan de la BCE provient principalement des opérations de refinancement à long terme. Depuis octobre 2008, la BCE procède à des injections illimitées de liquidité à taux fixe (le taux de refinancement) par le biais de ses opérations de refinancement. Il s'agit de l'une des mesures mises en œuvre par la banque centrale en réponse à la crise financière

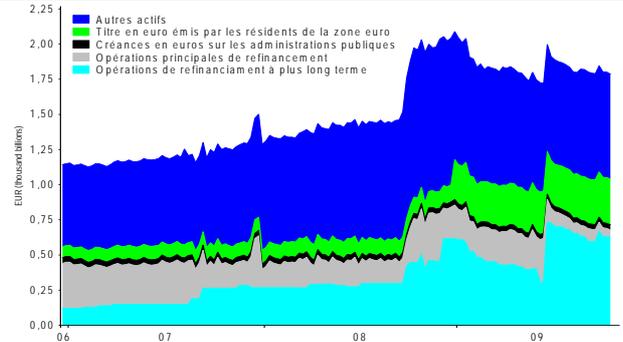
- Bien qu'il se résorbe, l'excédent de liquidité (c'est-à-dire la différence entre la liquidité injectée dans le cadre des opérations d'*open market* et les réserves obligatoires plus les facteurs d'autonomie), reste relativement élevé.

- La base monétaire (espèces en circulation + réserves détenues par les contreparties au sein de l'Eurosystème et recours à la facilité de dépôt de la BCE) a fortement augmenté depuis l'intensification de la crise financière. Alors que jusqu'en octobre 2008 elle progressait à un rythme de 8 à 9% en g.a., elle augmentait de 38% en novembre 2008 et affiche encore aujourd'hui une hausse d'environ 20% g.a

- L'agrégat monétaire n'affiche cependant pas la même tendance. Alors que M1, l'agrégat le plus liquide, enregistre un taux de croissance soutenu depuis quelques mois, M3 diminue à un rythme rapide. Les multiplicateurs monétaires (définis comme les ratios entre un agrégat monétaire et la base monétaire) ont également diminué

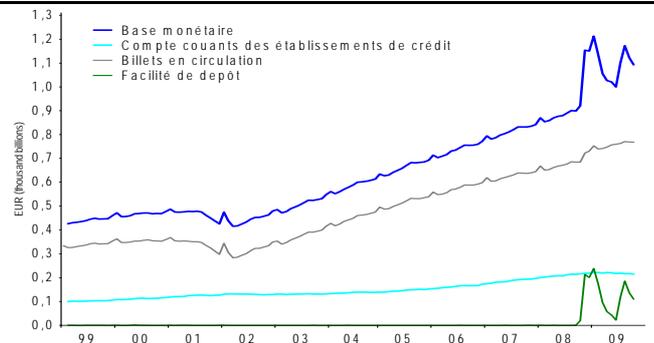
- A noter que l'utilisation de la facilité de dépôt de la BCE par les banques commerciales constitue le principal facteur à l'origine de la forte hausse de la base monétaire.

Actifs de la BCE



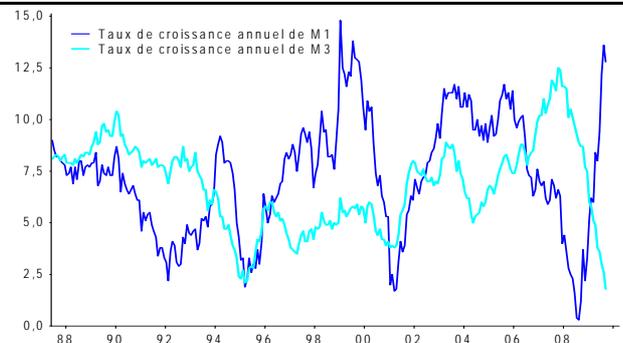
Source : BCE

Base monétaire



Source : BCE

Agrégats monétaires (taux de croissance annuel)

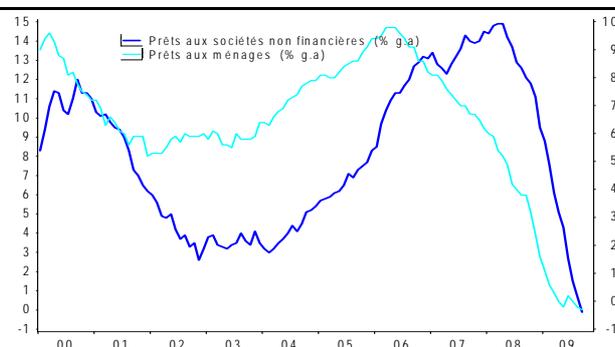


Source : BCE

■ Les crédits au secteur privé ont fortement ralenti au cours des derniers mois. En septembre 2009, la variation annuelle des crédits au secteur privé est même passée en territoire négatif pour la première fois depuis la création de l'UEM.

■ En septembre, la variation annuelle du crédit aux ménages s'est contractée pour le deuxième mois consécutif, tandis la variation annuelle des crédits aux entreprises non financières devenait négative pour la première fois depuis la création de la série (janvier 2001). Compte tenu de l'importance des crédits bancaires pour le financement des entreprises, cette évolution est particulièrement préoccupante

Crédit au secteur privé



Source : BCE

Actifs de la BCE

EUR mds	Août 2007	Octobre 2008	Octobre 2009
Total	1157	2031	1801
Crédit aux établissements financiers de la zone euro	400,1	839,6	691,4
<i>Opérations principales de refinancement</i>	210	326,6	62,3
<i>Opérations de refinancement à long terme autres</i>	190	501,8	629
<i>autres</i>	0,1	11,2	0,1
Titres d'Etat	37,1	37,4	36,2
Titres émis par des résidents de la zone euro	93,3	117	324
Autres	626,5	1037	749,4

Source: BCE

Agrégats monétaires et multiplicateurs

	Août 2007	Octobre 2008	Octobre 2009
<i>Ratio</i>			
M1/ base monétaire	4,5	4,3	3,900
M2/ base monétaire	8,5	8,7	7,33
M3/ base monétaire	10	10,1	8,33
Crédits accordés au secteur privé/ base monétaire	13,8	13,9	11,66
<i>Croissance annuelle</i>			
M1	6,8	3,7	12,68
M2	10,6	9,3	3,66
M3	11,7	8,7	1,88
Crédits au secteur privé	11,2	7,8	-0,33

Sources: BCE, BNPParibas