

Une évaluation des effets des politiques monétaires non conventionnelles sur le coût du crédit aux entreprises dans la zone euro

Désiré Kanga et Grégory Levieuge *

Question clé

En réaction à la dernière crise financière, les banques centrales ont baissé leurs taux directeurs jusqu'à ce qu'ils approchent de zéro. Toutefois, cette politique de taux est apparue insuffisante pour améliorer les conditions de financement de l'économie et éviter que les écarts de coût du crédit ne se creusent entre les pays de la zone euro. Dans ce contexte, la BCE a mis en œuvre des politiques nouvelles, dites Politiques monétaires non conventionnelles (PMNC). À la baisse des taux directeurs, elles ajoutent la fourniture de liquidité aux banques, des achats ciblés de titres et l'orientation des anticipations de taux d'intérêt. Quels ont été les effets de ces PMNC sur le coût du crédit aux entreprises dans les pays de la zone euro ?

Méthodologie

L'analyse s'appuie sur des données macro-financières en périodicité mensuelle pour 11 pays de la zone euro sur les années 2003-2014. L'article présente plusieurs points originaux sur le plan méthodologique. Les effets directs des différentes PMNC sur le coût du crédit aux entreprises sont estimés par une régression linéaire multiple ; leurs effets indirects sont estimés par une régression linéaire multiple avec effets d'interaction, visant à mettre en évidence une complémentarité présumée entre PMNC et politique des taux. Un modèle VAR conditionnel homogène sur données de panel (PCHVAR) permet d'explorer diverses interprétations de l'hétérogénéité des effets de ces politiques.

Principaux résultats

Les effets directs des PMNC sur la baisse du coût du crédit sont très limités :

- les opérations de *swap* sur devises, d'assouplissement des conditions de garantie, ainsi que les programmes d'achat d'actifs n'auraient pas eu d'impact significatif ;
- seules les mesures d'allocation illimitée à taux fixe et les opérations de refinancement à maturité prolongée en auraient eu ;
- l'Autriche, la Finlande, la France, les Pays-Bas et l'Italie n'auraient bénéficié d'aucun effet direct, quelle que soit la mesure considérée.

Les effets indirects des PMNC, c'est-à-dire les effets conditionnels à la politique des taux, sont plus probants : chaque mesure a eu un effet indirect sur au moins un pays. Toutefois, certains pays en ont moins bénéficié que d'autres, par exemple l'Irlande.

L'hétérogénéité de l'impact des effets indirects des mesures non conventionnelles au sein de la zone euro s'explique par :

- des différences macro-financières des économies concernées, en termes de croissance, d'endettement public et de risque systémique ;
- des différences de santé des secteurs bancaires en termes de capitalisation et d'importance de prêts non performants

Principaux messages

Les effets directs des PMNC n'ont guère été probants, et toujours moindres que leurs effets indirects. Si les PMNC ont globalement contribué à la réduction du coût du crédit, elles auraient opéré principalement par le jeu d'effets indirects en accompagnement des canaux traditionnels de transmission de la politique des taux. Leurs effets auraient été plus importants en Allemagne et en Autriche par exemple, qu'en Grèce, Italie, Espagne ou au Portugal. Elles n'ont ainsi pas forcément été les plus efficaces là où les besoins étaient comparativement les plus importants en termes de coût du financement intermédié.