

Thème 6 : Politiques monétaires

→ BCE principalement puis comparaison avec BC américaine

Jusqu'à présent on a vu : hausse i , favorise crédits, hausse activité éco, I , C

Pendant lgt **PM et PB perçues comme composantes à part entière des pol éco des G**
= instruments permettant d'atteindre **objectifs généraux** des politiques économiques conjoncturelles (ciblage inflation, croissance équilibrée, chômage faible, plein emploi, etc.)

PM (pendant lgt) = actions mises en œuvre par autorités monétaires pour permettre octroi de qté de monnaie suffisante pour satisfaire croissance éco équilibré, stabilité des p , lutte contre chômage, etc.

Cela supposait donc que **PM** (donc qté de monnaie en circulation) impacte sphère éco (et ses \neq composantes) : pas de dichotomie entre les deux sphères.

Aujourd'hui en Europe, **PM vise stabilité des p principalement** mais est également un instrument d'accompagnement des évolutions éco et peut donc servir à alimenter la **croissance (objectif secondaire)**, aux US les deux objectifs sont sur le même plan.

Avec crise subprimes et crise sanitaire, BCE intervenue de manière majeure pour soutenir activité éco à cause de menace de déflation et de récession majeure (questionnement sur classement des objectifs de la BCE, changement sur LT ?).

Depuis octobre 2021 : inflation repartie, on craint spirale inflationniste, remontée des taux en septembre 2022 (taux directeur/refinancement 1,25, taux facilité prêt 1,5, taux de rémunération dépôts 0,75) alors qu'avant, situation inédite (0, -0,5, 0,25).

Nous allons voir **aspects stratégiques** (aujourd'hui détermination i principalement) et **aspects tactiques** (instruments utilisés) de **PM**.

A) Objectifs

Définition PM = mise en œuvre des moyens de régulation de la masse monétaire par les autorités monétaires

→ fournir liquidités nécessaires au bon fonctionnement de la croissance de l'économie tout en favorisant la stabilité des prix (si on ne cible pas comme unique objectif la stabilité des p)

6 objectifs possibles :

- Stabilité des prix
- lutte contre le chômage
- Croissance économique
- stabilité des marchés financiers
- stabilité des taux d'intérêt
- stabilité des marchés des changes

(3 derniers sont liés)



Distinction :

- **objectifs finaux** (ceux présentés ci-dessus)
- **objectifs intermédiaires** (les autorités monétaires n'ont pas d'accès direct les objectifs finaux (corrélation, relation causale)) :

→ Objectif que se fixent les autorités monétaires sur lesquelles elles exercent une influence directe et qui vont eux exercer une influence sur les objectifs finaux

= **cibles intermédiaires**

- **Objectifs quantitatifs** : qté de monnaie en circulation, évolution des agrégats monétaires
- **Objectifs i**, qu'elle oriente avec le taux directeur
- **Objectifs de taux de change** : positionnement à l'international en agissant sur i

Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne : PM de la BCE Article 127

→ traité de Maastricht

« L'objectif principal du SEBC (=système européen de BC) 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 la Communauté**, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 3. »

SEBC = BCE + BCN de tous les États membres de l'UE, qu'ils aient ou non admis l'euro

≠ Eurosysteme : BCE + BC nationales de tous les États membres de la zone Euro

→ définit PM commune à la zone Euro, au niveau du directoire de la BCE puis application au niveau de chaque BCN

Pour obtenir stabilité des prix, BCE/Eurosysteme effectue sur les pays de la zone Euro :

- **analyse économique** : qu'est-ce qui modifie la stabilité des prix ? coût : L, K, MP
- **analyse monétaire** en adhérant au lien direct entre masse monétaire et inflation : étudie M3 (d'après TQM si taux croissance M3 > 4,5% : inflation à combattre)

La stabilité des prix :

Définition : progression sur un an de l'indice des prix à la consommation harmonisé **IPCH** inférieure à 2% (mais proche) dans la zone euro (depuis 1998), calculé de la même manière pour chaque pays pour pouvoir comparer

Pourquoi on s'en préoccupe ? :

- **réduction incertitude** sur évolution générale des prix, **améliore anticipations, meilleures décisions de C et de I**
→ **situation économique meilleure**, allocation des ressources aux emplois les + productifs : **accroît le potentiel productif de l'économie**
- **évite opérations/comportements de couverture inutiles** (stockage de biens réels plutôt que d'investissement dans activité éco car perte valeur monnaie)

- **réduit primes de risque sur l'inflation** contenue dans les i (Fisher : $i_r = i - \pi_a$)
- **réduction distorsions introduites par les systèmes fiscaux et de sécurité sociale** :
 - pertes dues aux délais avant que les prestations sociales ne soient indexées sur l'inflation, cette indexation n'est pas rétroactive donc une partie des revenus est perdue ; les hausses de salaires nominaux sont plus rapides = distorsions entre les catégories)
 - hausses de salaires nominaux provoquent parfois un seuil de prélèvement fiscal + important = progression à froid (distorsions entre catégories également)
 - inflation favorise emprunteur et défavorise prêteur car dette pas indexée sur inflation
- inflation redistribue arbitrairement richesses entre catégories sans que cela n'ait été décidé
- **préservation cohésion et stabilité sociale**
- **contribue à la stabilité financière**

ccl : raisons éco, sociales, financières qui expliquent que stabilité des p est un argument majeur et que BCE la cible comme objectif prioritaire

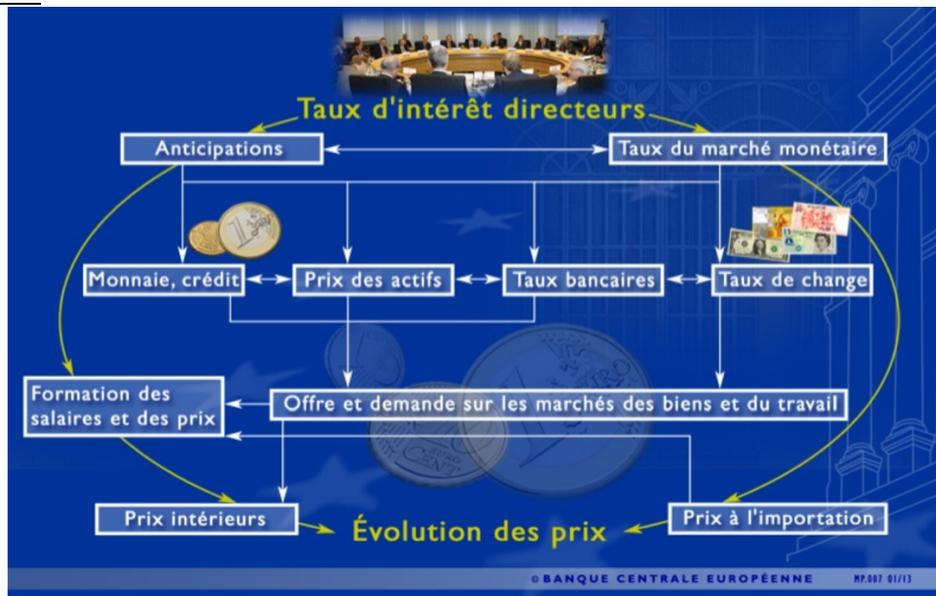
Canaux de transmission de la PM de la BCE

L'Eurosystème n'a **pas d'influence directe sur la fixation des p** et des services dans les économies européennes, **elle doit agir sur des éléments qui exerceront eux une incidence sur l'établissement des prix = canaux de transmission de PM de BCE**

- **Canal du taux d'intérêt** : BC agissent sur i directeur :
 - hausse taux directeur = hausse coût de refinancement des banques = hausse i pratiqués dans l'économie = réduction activité économique = baisse des p = baisse inflation
 - baisse taux directeur = baisse i pratiqués dans l'économie = favorise activité économique (C, I) = hausse des p mécanique = inflation
- **Canal du prix d'autres actifs** = effet de richesse du marché des actions (analyse PIGOU) :
 - les titres de notre portefeuille prennent de la valeur on se sent + riche (=effet de richesse) donc **on consomme +, on investit +**
 - perte valeur des actifs : effet de richesse joue à l'inverse, **on consomme - on investit -**
- valeur des actifs donc de portefeuille impacte comportements de ceux qui en disposent, impact activité éco et donc sur l'établissement des p
 - **Canal du taux de change** : i national des titres augmente, attire investisseurs boursiers dans le pays, échange de devises (=monnaies étrangères) contre monnaie nationale, cours de la monnaie s'apprécie/augmente, exportation + chères que les importations donc diminuent

- **Canal du crédit** = politiques de **rationnement du crédit** :
 - o **canal étroit** (plus trop d'actualité) : approche stricte, la **PM affecte directement les crédits accordés par les banques**, entraîne parfois des effets dépressifs sur l'économie = credit crunch = récession éco si restriction trop marquée, réduction drastique de l'O de crédits
 - o **canal large** (+ d'actualité) : agir sur établissement des taux d'intérêt et des primes de financement/de risque allouées aux clients pour les limiter, i augmente par la prime de risque avec risque de l'individu
- **Canal d'information** (effet d'annonce) : BC agit sur les anticipations des agents en leur envoyant des signaux, elles communiquent sur ce qu'elles vont faire pour raccourcir les délais entre la mise en place des 3 autres canaux vus précédemment et l'apparition des effets voulus (fonctionne si BC crédible) = ancrage des anticipations

Récapitulatif :



Droite : modifications concrète ; gauche : anticipations

Explications : taux directeur faible = taux du marché monétaire faibles = + de crédits, prix des actifs baisse, taux bancaires et taux de changes baissent
 → incidence concrète sur O&D sur marché B&S et sur marché du travail

Anticipations : BC essaie d'accélérer transmission de son action par les annonces = ancrage anticipations

Bilan :

- **Canaux de transmission réels** : en modifiant la liquidité du marché, les BC influencent i à CT (= i pratiqués), dont les variations modifient certains comportements économiques :
 - o C, S
 - o I des E et des ménages (biens immo)

- Compétitivité des E (en fonction des crédits accordés, investissements, etc., en fonction du niveau des p : + les prix augmentent + elles perdent compétitivité) au niveau national et international, incidence balance commerciale
- Dette publique : fonction croissante de i , il faut que le taux de croissance de l'économie soit $>$ ou $=$ à i sinon effet boule de neige, dette s'alourdit d'années en années
- Secteur bancaire : baisse i le fluidifie alors qu'une hausse de i le paralyse/freine
- **Canaux de transmission monétaires**
 - Mo (en variant i) sur l'inflation (TQM) à MT et LT : dichotomie entre les sphères : une hausse de la quantité de monnaie en circulation = hausse de l'inflation
 - Mo sur production et emploi à CT (théorie keynésienne) si les prix ne s'ajustent pas instantanément : interaction sphère réelle et monétaire

B) Les modalités (de contrôle de qté de monnaie en circulation)

Instruments de contrôle direct

- Encadrement du crédit (efficace lorsque le mode de financement principal de l'éco est le financement bancaire (instru principal fr : 70-87), aujourd'hui passe par les marchés financiers (boursier, ...). La BC décide qté totale crédit allouée dans l'éco, chaque banque peut accorder un certain nb de crédit par an.

Instruments de contrôle indirect (les + utilisés)

- Action sur les prix/ taux (3 taux directeurs)
- Action sur les volumes de refinancement (b obligées de se refinancer (auprès de BC ou des autres banques) pour avoir bilans équilibrés)

→ taux augmentent, volume diminue = restriction de la liquidité bancaire

→ taux diminuent, volume augmente = augmente la liquidité bancaire

Zone euro : trois types d'instruments

- **Opérations d'open market** : opérations de refinancement des banques auprès de la BC, **pilotage des taux**
- **Facilités permanentes** (les deux autres taux directeurs) :
 - facilités de dépôt : rémunération des dépôts, prêt aux autres b ou dépôt sur comptes de la BC
 - facilités de prêt : emprunt au taux de refinancement le plus haut du marché (1,5% auj), si les banques ne parviennent ni à se refinancer auprès de la BC ni auprès des autres b
 = **encadrement des taux**
- **Réserves obligatoires** : contrôle de la masse monétaire par l'action sur coefficient des réserve obligatoire r , **stabilisation des taux**

C) Les instruments de politique monétaire



- **le marché de la monnaie centrale**
- **les opérations d'open Market : oriente les taux**
Opérations principales de refinancement : prise en pension de titres de la b contre un prêt
 = cessions temporaires d'actif
 = prêt contre garantie
 ≠ prêt en blanc
- **les facilités permanentes** : ont vocation à **encadrer l'ensemble des taux** pratiqués dans l'économie, pratiquées à la demande des b, taux fixés par BC (régulation)
- **les réserves obligatoires** : **objectif de stabiliser les taux**

1. Marché de la monnaie centrale

= **avoirs, dépôts et billets détenus par les établissements de crédit à la BC**

= RO + RE

→ échangée sur le marché interbancaire entre les banques en fonction de leurs besoins ou de leur capacité de financement contre i

→ si elles n'arrivent pas à se refinancer entre elles se refinancent auprès de la BC dans le cadre d'opérations d'open Market et de facilités permanentes

Secteur le + actif : secteur où les banques s'échangent leurs liquidités au jour le jour au taux concret à CT, le taux au jour le jour TAJJ, mesuré par l'€STER dans la zone euro.

La BC essaie de contrôler TAJJ, avec son taux directeur et la qté de liquidités accordée dans l'économie (en estimant la qté de Md : besoins en B des et R en f0 de i) pour qu'il satisfasse ses objectifs d'inflation et de stabilité des prix.

→ délicat

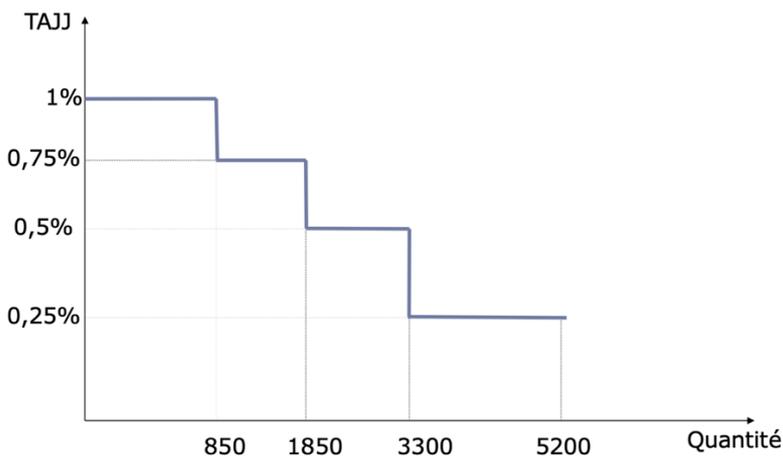
- **MCd** (= valeur désirée des encaisses) $f(\text{TAJJ})$ avec $f(\text{TAJJ}) < 0$ (= **fonction décroissante TAJJ**) :
Réserves excédentaires pour les b nécessaires (= assurance contre retrait des dépôts des clients) MAIS **coût d'opportunité** lié à la détention de RE qui est mesuré avec le **TAJJ** (= taux auquel elles auraient pu prêter ajj en étant rémunérées).
 Lorsque TAJJ baisse, coût d'opportunité baisse donc Md augmente (= valeur désirée des encaisses augmente).
 Pour déterminer Md :
 - **Anticipation des besoins en B et en R** (dépendant de TAJJ donc anticipation de i)
 - **Prévisions d'évolution des taux**

BC définit MCo optimale et taux directeur optimal (pour stabilité des p) en fonction d'estimation de MCd et des facteurs autonomes avec des appels d'offre :

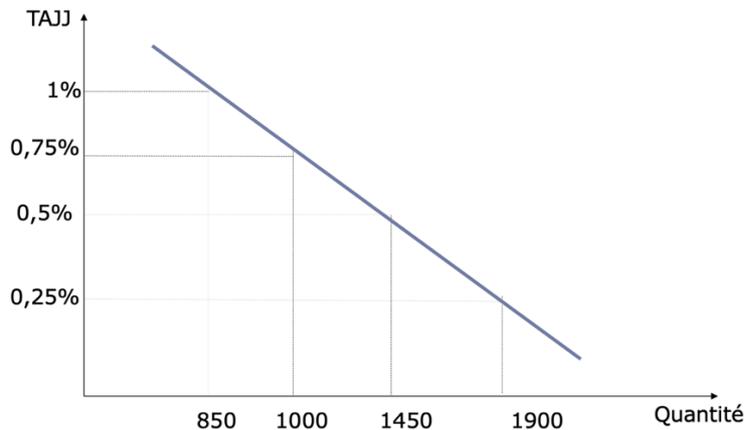
Taux d'intervention	0,25%	0,50%	0,75%	1%
Banque 1	600	500	400	300
Banque 2	800	550	350	300
Banque 3	500	400	250	250
Système bancaire	1900	1450	1000	850
Cumul	5200	3300	1850	850

(cumul nécessaire pour courbe MCd anticipée par BC)

→ qté de MC que désireraient par les b en fonction d'estimation de \neq taux proposés, les b sont engagées



→ Ici on voit bien $MCd f(\text{TAJJ}) < 0$



- **MCo**

- Effets nets des opérations de **PM**
- **Facteurs autonomes de la liquidité bancaire** : alimentent liquidité des b indépendamment de l'action de la BC, il faut les estimer
 - Ex : Qté de B demandée par individus (+ elle est forte, + la liquidité bancaire diminue) en fonction des habitudes de consommation (été, Noël)

Banque centrale (thème 2)	
Actif	Passif
Titres d'Etat	Billets en circulation Réerves des banques (monnaie centrale)

Passif = engagements BC envers b

Réerves (RO+RE) = avoirs pour les b/engagements pour BC (tenue de les convertir en monnaie à la demande des b)

Actif : titres d'État = résultent des opérations d'open market
 = ce que BC achète/revend pour alimenter/assécher le marché en liquidités

Banque centrale	
Actif	Passif
<i>Avoirs nets en or et devises</i> Opérations d'open market	<i>Billets en circulation</i> <i>Avoirs des établissements de crédit en compte courant (monnaie centrale)</i> <i>Dépôt de l'administration centrale</i> <i>Autres (nets)</i>

→ plus compeset :

italique : facteur autonomes de la liquidité bancaire (passif baisse liquidité ; actif l'augmente)

souligné : R

gras : open market/refi

Avoirs nets en or et devises : créances détenues sur l'extérieur par BC (entrées>sorties alimentent)

Opérations open market = titres d'État, titres de banques, titres d'E acquis auprès des b (dans le cadre des opérations de refi = open market)

Administration centrale = État (recettes impôts, paiement fonctionnaires)

Autres : obligations patrimoniales par ex

- **Facteurs autonomes = avoirs nets en or et devises – billets en circulation – dépôts de l'administration centrale – autres(nets)**

= actif - passif

- **Avoirs des établissements de crédit = facteurs autonomes + opérations d'open market**

Variations qté de monnaie en circulation = open market (= PM) + facteurs autonomes

Facteurs	Variation	Effet sur les facteurs autonomes
Réserves nettes de change	↑	+
Billets en circulation	↑	-

Actif augmente liquidités ; passif diminue liquidités

Exemple : paiement des fonctionnaires = - de passif = augmentation liquidités = comptes des clients à la banque reçoivent argent des comptes de la BC

Suite MCo :

- MCo = opérations open market
- Rappel :
Avoirs des établissements de crédit = facteurs autonomes + opérations d'open market

Relation causale :

$$\square \text{MCo} = (\text{Avoirs des établissements de crédit en compte courant})_p - (\text{facteurs autonomes})_p$$

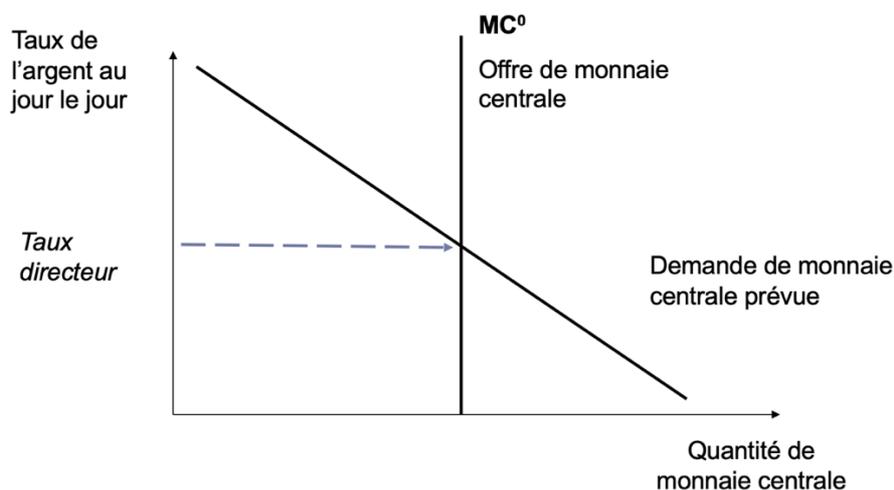
p = prévu/anticipé

si > 0 : anticipe déficit net de MC sur marché, injection de liquidités dans l'économie
 = augmentation des crédits = Open market

Si < 0 : anticipe excès de liquidités dans l'économie, retrait de liquidités
 = diminution de MCo

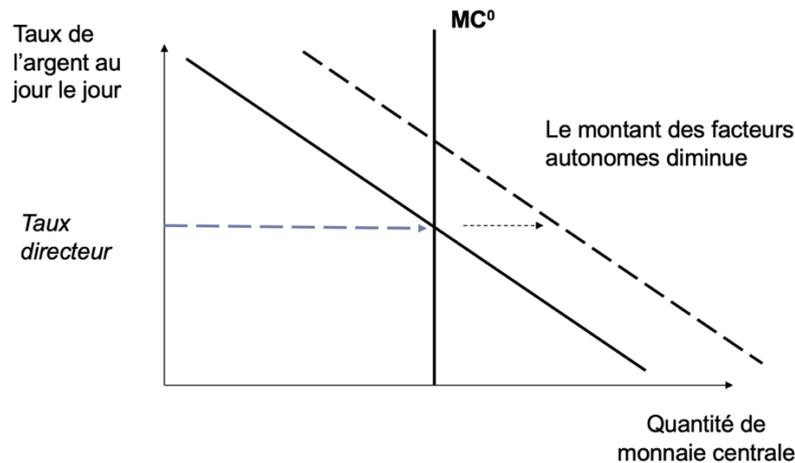
En pratique, gestion MCo :

- 1) Anticipation du montant des facteurs autonomes
- 2) Fixe objectif pour taux de l'argent a_{jj} = taux directeur (idéalement = TAJJ)
- 3) Prévise valeur désirée de R des banques en FO de la courbe MCd à de l'objectif de taux fixé
 = MCd – valeur facteurs autonomes (car alimentent liquidité des banques)
 = demande de liquidité de base – liquidités déjà fournie par facteurs autonomes
 = données de courbe MCd - valeur facteurs autonomes



- 1) MCd à partir des appels d'offre et en déduisant valeur facteurs autonomes anticipés
 = courbe MCd – valeur facteurs autonomes

- 2) MCo déterminée pour que TAJJ se fixe au niveau du taux directeur de façon à satisfaire objectif d'inflation à 2% (ceci se passe si les anticipations sont bonnes)
 TAJJ déterminé à l'équilibre du marché de la MC : rencontre MCd et MCo

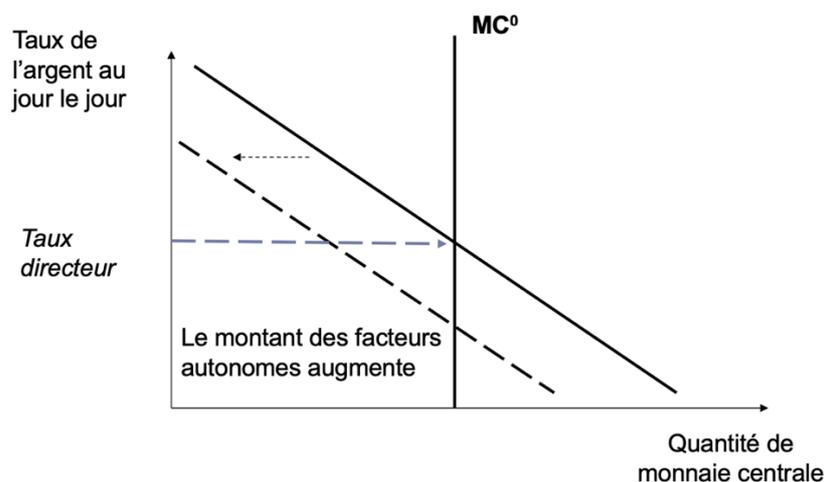


→ l'une des composantes des facteurs autonomes est < à ce qui avait été prévu par BC, ex :
 + de billets dans l'économie, passif augmente donc diminue les liquidités des b (donc MCd + forte à la BC) OU entrée + faible de devise, actif diminue, diminue liquidité des b

= MCd + forte

= TAJJ + élevé que taux directeur

Ccl : détérioration des facteurs autonomes déplace courbe MCd vers la droite



→ amélioration des facteurs autonomes de liquidité déplace la courbe MCd vers la gauche

Ex : - de billets, + entrée de devises

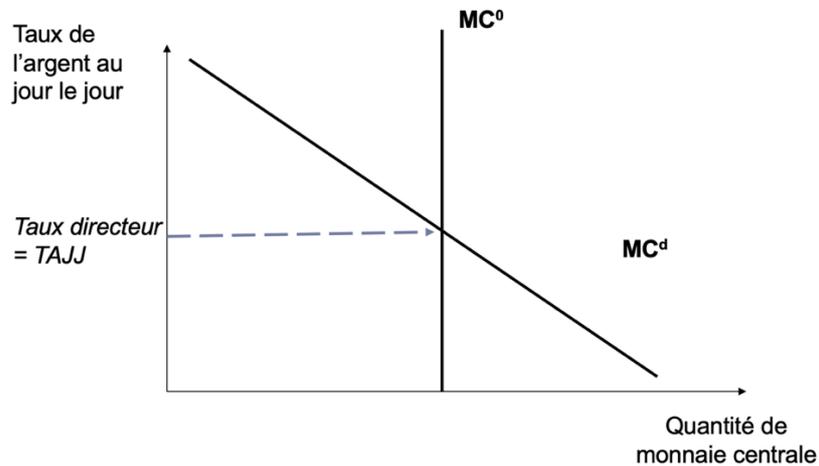
= améliore liquidité bancaire

= MCd + faible

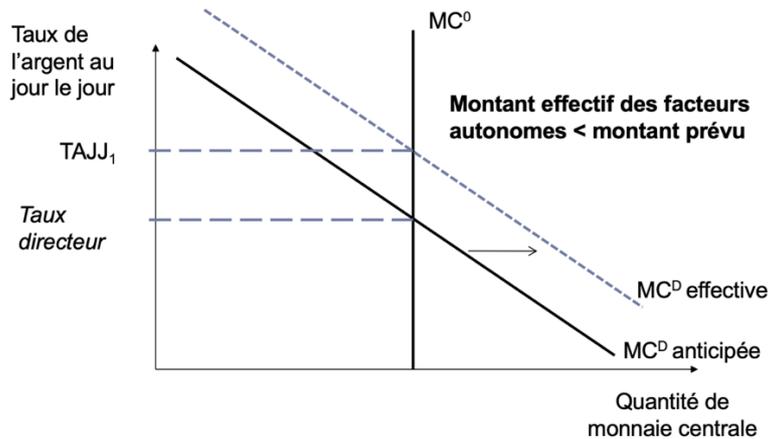
= TAJJ + bas

Équilibre du marché

- $MC^d = MC^o$
- 3 cas :
 - TAJJ (mesuré par €STER) = taux directeur : anticipations de MC^d (R et besoins) et du montant des facteurs autonomes de BC étaient bonnes

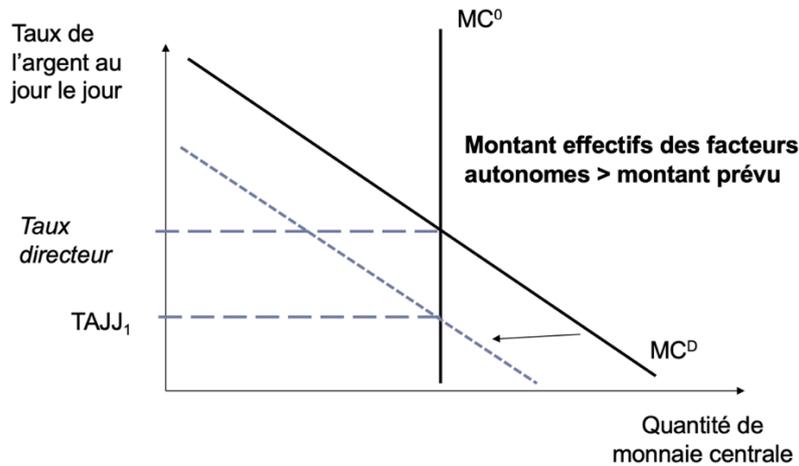


- TAJJ > taux directeur : mauvaises estimations



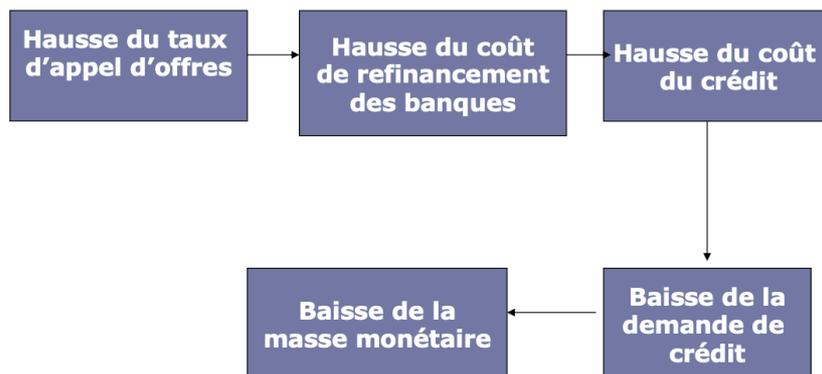
Ex : demande billets + fortes, rentrées fiscales + fortes, entrées de devises + faibles que prévu = facteurs liquidités autonomes + faibles, besoins des banques > à ce qui était anticipé

- TAJJ < taux directeur : mauvaises estimations



→ détente sur le marché de l'argent ajj

→ amélioration des facteurs autonomes, liquidité bancaire + forte que prévu par BC, besoin des b + faible : demande B + faible, dépôts admin + faibles, entrée de devises + forte



Dans ce sens ça fonctionne à tous les coups, dans le sens contraire on ne peut pas en être sûrs : une baisse du taux d'appel d'offres va bien baisser le coût de refi des banques auprès de BC, mais on ne peut pas être sûrs que les banques vont baisser leur taux pratiqué entre elles. Même si en temps normal c'est le cas.

Exemple : après la crise des subprimes, les banques craignaient de récupérer des titres toxiques, elles n'ont donc pas répercuté la baisse des taux sur les taux pratiqués entre elles. Cela dépend donc de la confiance des banques dans l'éco et dans le système bancaire (nouvelles mesures ont dû être prises par BC)

Nous avons vu le principe général de refinancement : comment les banques font pour estimer la qté de monnaie à mettre en circulation. Voyons comment ça se passe concrètement au niveau de la BCE.

2. Intervention de la BCE sur l'Open Market

→ open market : opérations principales de refi des b



- **Opérations principales de refinancement** (MRO = Main Refinancing Operation),
 - durée opération 1 semaine et fréquence hebdomadaire
 - taux directeur principal 1,25%
- Mise ou prise en pension temporaire de titres acquis par les b : retrait/apport de liquidités contre garanties (en général titres de niveau 1/obligations d'État, de très bonne signature/les + fiables) (repurchase agreement ou repo) par appel d'offre
- Prêt avec garantie (≠ prêt en blanc) pour période et i déterminés et fixés à l'avance

Exemple de repo :



$$\text{Taux d'emprunt} = [(100,03 - 100)/100] \times 52 = 1,56\%$$

→ 52 semaines dans une année

- **Appels d'offres**
 - Adjudication un **taux unique** (= adjudication de volume) : les b s'engagent sur le montant des liquidités qu'elles souhaitent obtenir pour chaque taux proposé. BCE choisit unilatéralement qté qu'elle va allouer et b recevront un % de la somme qu'elles ont demandé (si on ne peut pas servir tout le monde).
- adjudication à la hollandaise

Exemple :

Taux d'intervention	0,25%	0,50%	0,75%	1%
Banque 1	600	500	400	300
Banque 2	800	550	350	300
Banque 3	500	400	250	150
Système bancaire	1900	1450	1000	750
Cumul	5100	3200	1750	750

BCE alloue 1000€ à 0,5%, < 1450, on calcule pourcentage d'adjudication : $1000 \times 100/1450 = 69\%$. Chaque banque va recevoir 69% de ce qu'elle a demandé.

	Montants adjugés
Banque 1	345
Banque 2	379
Banque 3	276
Système bancaire	1000

- Adjudication à **taux variable** (= adjudication de i) : BCE fournit un taux minimum, les b se positionnent sur un taux (\neq / $>$ que taux min) et une qté. BCE choisit unilatéralement qté qu'elle va allouer et les b ayant proposé le taux le + élevé vont être servies en 1^{er}, certaines b ne seront donc pas refi par ce canal.

→ adjudication à l'américaine

Exemple : 1000€, taux min 0,5%

Taux d'intervention		Montants demandés
Banque 1	0,52%	500
Banque 2	0,51%	550
Banque 3	0,50%	400
		1450

Taux d'intervention		Montants demandés	Montants adjugés
Banque 1	0,52%	500	500
Banque 2	0,51%	550	500
Banque 3	0,50%	400	0
		1450	1000

Calcul taux moyen de refi : $500/1000 \times 0,52\% + 500/1000 \times 0,51\% = 0,515\%$

Dans tous les cas, BCE décide qté de liquidités finale à allouer dans le système en fO de ses propres objectifs.

Jusqu'en juin 2000 les appels d'offres se faisaient à taux fixe, à partir du 28 juin 2000 c'est passé à taux variable.

Après la crise des subprimes en 2008 nous sommes repassés à une adjudication à taux fixe (0%) et à une allocation intégrale des demandes.

Les banques qui ne sont pas parvenues à se refinancer auprès de BC vont le faire auprès des autres b mais cela coutera + cher.

- **Opérations de refinancement à plus long terme** (LTRO = Long Term Refinancing Operation)
 - **3 mois** en règle générale et courent sur tous les mois
 - Mise/prise en pension OU vente/achat ferme de titres par **appel d'offres**
 - Idee : fournir des liquidités au système bancaire qui ont des **échéances plus longues** que la semaine

= **complément aux opérations principales de refinancement donc pas considéré comme une orientation de PM**

Avant la crise des subprimes il n'y avait que les LTRO, face au besoin croissant de liquidités des banques les **VLTRO** ont été créées en 2007 : **Very Long Term Refinancing Operation**

→ maturités jusqu'à **3 ans**

- **Opérations de réglage fin**

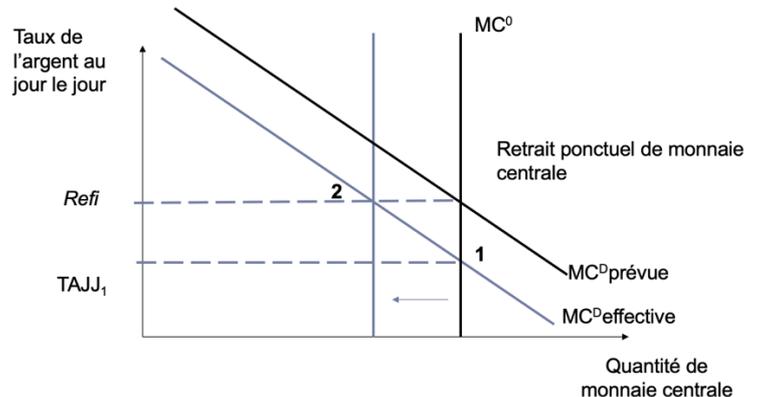
→ vocation à piloter i en cas de variations imprévues de la liquidité lors de mauvaises prévisions des facteurs autonomes (instrument complémentaire) : tension/détente sur marché des liquidités. Le but étant que TAJJ se fixe au niveau de la cible de BC.

→ appels d'offres rapides ayant lieu entre les appels d'offre classiques

Si i trop élevés, approvisionnement du marché (lors des chocs, crises par ex) et inversement, assèchement du marché des liquidités lorsque TAJJ trop bas.

Mis en place, à la suite d'évènements imprévus/indépendants entraînant mouvements majeurs de liquidités entre les b (ex : opérations du Trésor imprévues, attentat de 2001, crises financières).

En cas de détente sur le marché de l'argent ajj :



MCd prévue et MCo et taux fixés en fO des objectifs de la BC, mais mauvaises anticipations :

- montant des facteurs autonomes plus forts que prévu (demande de B + faibles, entrées de devises + fortes, dépôts de l'État + faibles) = déplacement MCd vers gauche
- réglages fins pour que TAJJ remonte vers le taux de refinancement
- pilotage des taux (peut se faire par appels d'offre rapides ou par transactions bilatérales négociées directement avec les banques)
- Ici, retrait ponctuel de MC

En cas de tension sur le marché de l'argent ajj, raisonnement inverse et injection de MC pour faire descendre TAJJ.

- Opérations structurelles à LT

- Opérations permettant à la banque d'ajuster sa position structurelle vis-à-vis des banques : montant de MBC disponible sur le marché à LT.
- indépendant des PM, n'en détermine pas l'orientation
- pas d'impact direct sur MCo, pas utilisé de manière ponctuelle mais pour ajuster aux évolutions temporelles

Exemple : session temporaire d'actif ou achat ferme d'actif

Bilan opérations d'open market :

- A l'initiative de BC (détermine MCo et i directeur (par taux fixe ou variable)),
- Réglages fins en cas de mauvaise prévision des facteurs autonomes (mise en œuvre rapide des dispositifs)

Exemple de contribution à la liquidité du système bancaire :

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème	710,6	122,5	588,0
- Opération principale de refinancement	79,1		79,1
- Opération de refinancement à plus long terme	616,9		616,9
- Facilités permanentes	0,3	109,6	-109,3
- Autres opérations	14,3	12,9	1,3
(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire	534,5	907,8	-373,3
- Billets en circulation		768,8	-768,8
- Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		139,0	-139,0
- Réserves nettes de change (y compris l'or)	421,4		421,4
- Autres facteurs (net)	113,1		113,1
(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)			214,7
- dont réserves obligatoires			213,7

(sept-oct 2009)

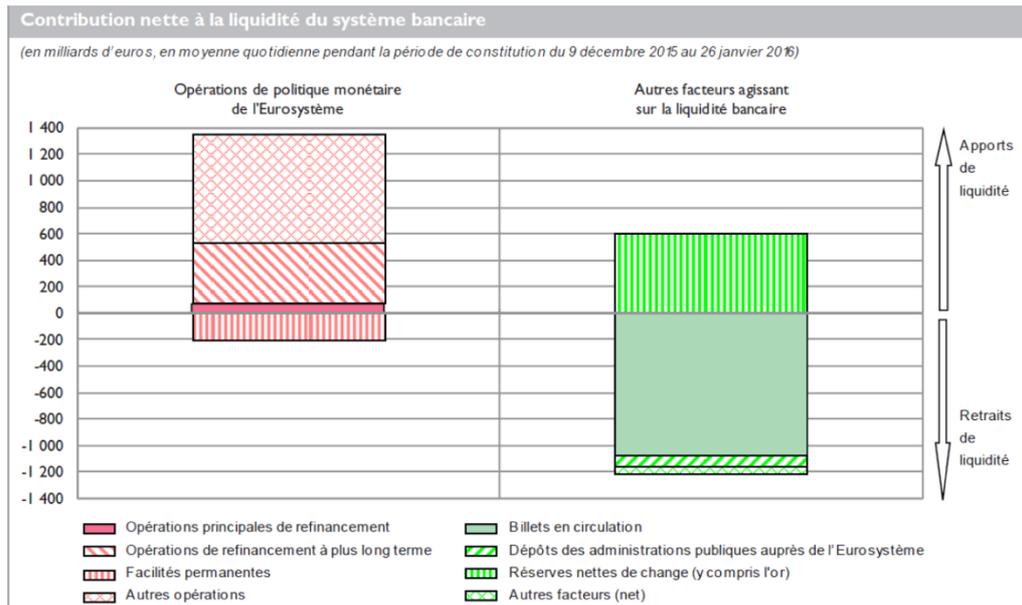
→ **retrait liquidités** en partie par billets en circulation et dépôts des administrations publiques = 907,8 milliards
 N'ont pas assez été compensés par :

→ **apport de liquidités** en partie par réserves de change et d'or et autres facteurs = 534,5 milliards

→ **Besoin de refinancement pour 373,3 milliards + 214,7 milliards de besoin en réserves = besoin de liquidités de 588 milliards**

Qu'elles se sont procuré par les ≠ opérations de PM de l'Eurosystème équilibrées par les facilités permanentes et les autres opérations.

Autres exemple 2016 :



Autres opérations développées à la suite de la crise des subprimes et à la difficulté d'utiliser les outils traditionnels = mesures non conventionnelles car outils conventionnels n'ont pas suffi.

Tout cela ce sont les opérations d'open market, à coté nous avons les facilités permanentes.

3. Les facilités permanentes

→ 2nd instrument à disposition des BC ≠ opérations de marché

= opérations bilatérales entre BC (fixe conditions) et b (qui y ont recours)

→ initiative de la part des b, elles ont besoin de facilités permanentes donc elles s'adressent à la BC qui va en déterminer les conditions

Objectifs :

- fournir des liquidités aux b lorsqu'elles n'ont pas réussi à se fournir dans l'ensemble du système,
- encadrer les taux

2 types de facilités permanentes :

- **facilités de prêt** : b ont nécessité de se refinancer pour être à bilan équilibre, mais vu que MCo fixé par BC, toutes les b ne sont pas refinancées dans le cadre des opérations principales de refi, elles tentent alors de se refinancer auprès des autres

banques mais si elles n’y parviennent pas, **elles peuvent se refinancer auprès de BC mais à des conditions dégradées** (i + élevés, le + élevé du marché)

Le taux de prêt marginal (=taux dégradé) s’applique aux opérations de facilité de prêt, **largement > au taux directeur principal**, durée du prêt 24h et montant non limités afin que les b puissent être à l’équilibre. Le prêt se fait également **contre garantie**.

- **facilités de dépôt** : b prêtent leurs liquidités aux autres b ou les **déposent sur comptes BC**, dépôts 24h au **taux de dépôt** prédéterminé, taux le + bas du marché (=taux plancher)

→ ces deux taux sont les deux autres **taux directeurs de la BC** (1^{er} : taux de refi)

Rq : Tous les autres taux de l’économie vont se fixer entre ces deux taux → dans le **corridor**, même si idéalement ils se fixent autour du taux directeur.

Rq : quand **pas de tension particulière** sur le marché, le **taux de facilité de prêt 100 points de base (= 1 %) au-dessus du taux de refi**, et le **taux de dépôt à 100 points de base en dessous du taux de refi**.

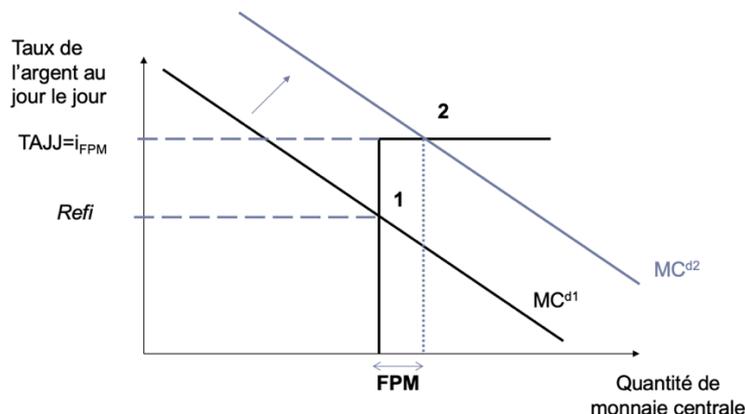
→ jusqu’à septembre dernier, il n’y avait pas 100 points de base entre taux de refi et ces deux taux directeurs (0, 0,25, -0,5), aujourd’hui (1,25, 1,5 et 0,75), BC prévoit une hausse des taux.

Explication taux de facilité de prêt = taux plafond : BC est la banque la plus sûre donc si une autre banque propose un prêt à un taux + élevé que ce taux de prêt marginal, personne ne va emprunter car aucune b n’est + fiable que la BC
 = aucun intérêt d’emprunter à une institution + chère alors qu’on peut emprunter à la BC pour moins chère

Explication taux de facilité de dépôt = taux plancher : même mécanisme, rien de + sûr que la BC donc soit on prête + cher soit on dépose sur comptes BC car sinon, intérêts + faible et risque que la banque ne rembourse pas

= encadrement des taux = corridor :

Taux plafond, facilités de prêt marginal :



Situation initiale : $MCd1$ et MCo , intersection en 1 \rightarrow taux directeur = taux refi

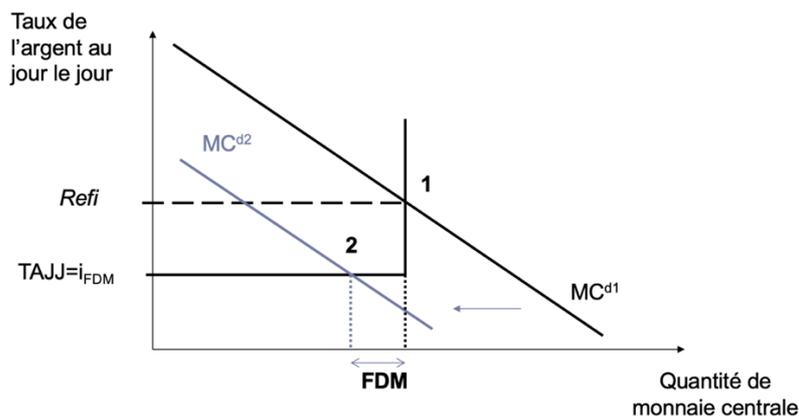
MCd réelle se déplace vers la droite : facteurs autonomes + faibles (trop de demande de B, entrée trop faible de devises, ...) que prévu donc b ont besoin de + de liquidités que prévu \rightarrow Théoriquement/si le marché fonctionnait librement le TAJJ monte jusqu'à l'intersection $MCd2$ (= demande de monnaie effective) MCo

La facilité de prêt marginal empêche cela en fixant un taux de prêt marginal plus bas que celui à l'intersection. Ce taux est le maximum (voir explication ci-dessus) : plafonnement du TAJJ.

MCo verticale jusqu'au TAJJ/taux de prêt marginal puis horizontale

\rightarrow FPM = montant octroyé dans le cadre des opérations de facilité de prêt= monnaie accordée en plus de ce qui avait été anticipé par BC (et octroyé dans le cadre des opérations principales de refi \rightarrow MCo en fonction de ses objectifs).

Taux plancher, facilités de dépôt marginal :



Amélioration des facteurs autonomes de liquidités, MCd + faible, demande de B + faible, d'avantage entrée de devises.

$iFDM = TAJJ$

= taux plancher (voir explications), sinon TAJJ serait à l'intersection de $MCd2$ et MCo

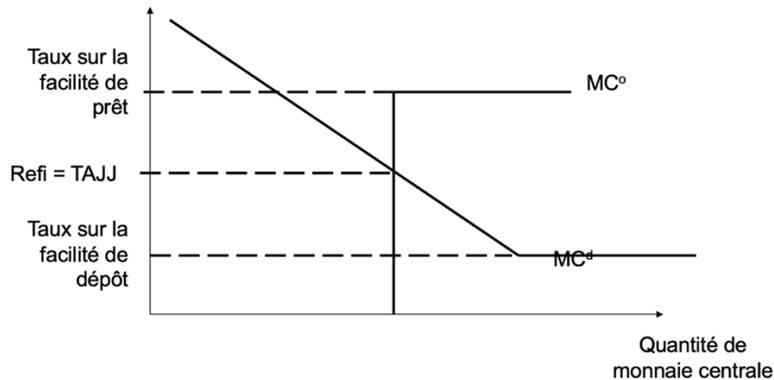
MCo :

- partie verticale : opérations principales de refi dans le cadre des estimations de BC et du pilotage de i directeur selon ses objectifs d'inflation
- partie horizontale : plancher fixé par $iFDM$

$MCd2$ décroissante jusqu'à $TAJJ/iFPM$ puis horizontale jusqu'à MCo

\rightarrow FDM = qté placée sur comptes de dépôts à la BC à $iFDM$

Corridor pour TAJJ :



Rappel objectif BC : $refi = TAJJ$ si pb : ajustement avec réglages fins

MCo : verticale puis horizontale en iFPM

MCd : décroissante puis horizontale en iFDM

Rq : Courbe horizontale : totalement élastique au taux d'intérêt = plus de réactions, on ne peut pas descendre en dessous

Ces formes particulières sont le fruit de la combinaison des \neq pol monétaires.

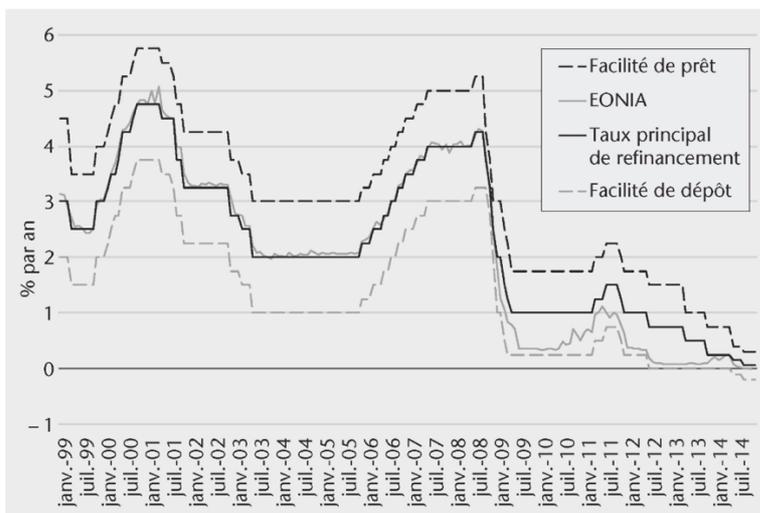
Détermination de ces taux : taux de refi fixé par BC puis encadrement (100 pts de base au-dessus et en dessous).

Ccl : opérations d'open market pilotent/régulent i et opérations de facilités permanentes l'encadrent et agissent sur Mo.

En temps normal, TAJJ se fixe proche de taux de refi = Eurosysteme fonctionne assez bien.

Attention : en périodes de crises, décrochages donc mise en place de nouveaux instruments par BC.

Taux directeurs dans l'Eurosysteme : Janv 1999- Juil 2014

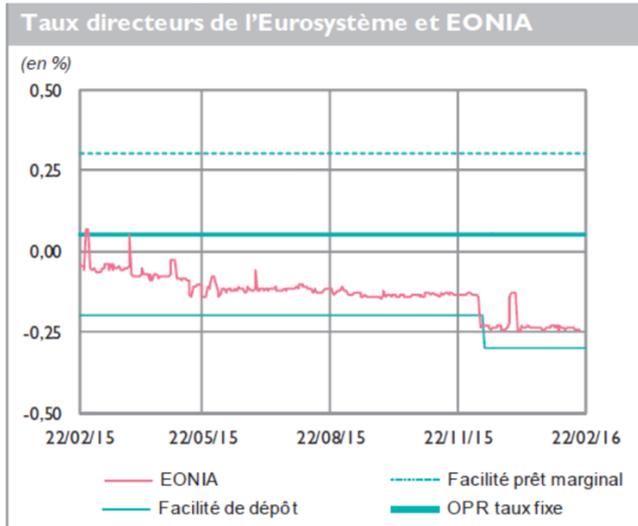


Très bon fonctionnement de l'encadrement de taux de refi par iFPM et iFDM et TAJJ (l'EONIA) bien proche du taux de refi jusqu'à crise des subprimes.

Ces trois taux sont les principaux indicateurs de l'orientation de la PM : accommodante (souple, il faut investir, ...), remontée des taux (car inflation, comme actuellement).

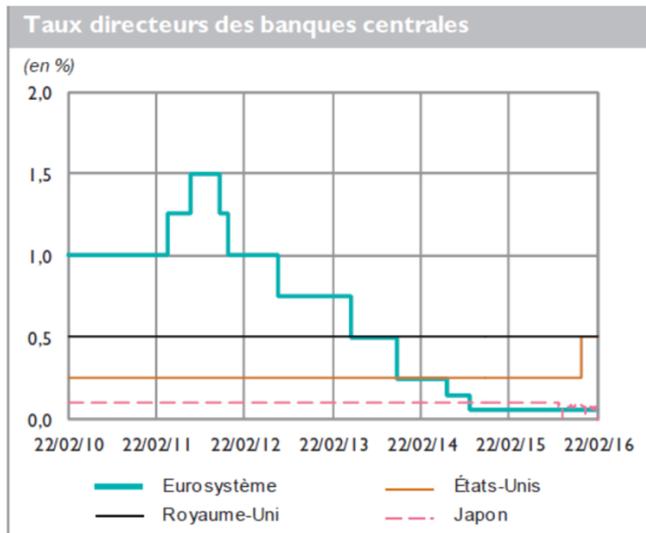
Crise des subprimes : décrochage du corridor et l'EONIA s'est rapproché de iFDM. Ceci est dû au fait que la BC est passée à un versement total des liquidités demandées dans le cadre des opérations principales de refi (plafond devient i directeur et non plus iFPM).

Suite chronologique :



Quelques exemples de valeur :

A taux fixe		(En pourcentage)	
Date de valeur (a)	Opérations principales de refinancement	Facilités permanentes	
	Appels d'offres à taux fixe	Dépôt au jour le jour	Prêt marginal au jour le jour
16 mars 2016	0.00	-0.40	0.25
9 décembre 2015	0.05	-0.30	0.30
10 septembre 2014	0.05	-0.20	0.30
11 juin 2014	0.15	-0.10	0.40
13 novembre 2013	0.25	0.00	0.75
8 mai 2013	0.50	0.00	1.00
11 juillet 2012	0.75	0.00	1.50
14 décembre 2011	1.00	0.25	1.75
9 novembre 2011	1.25	0.50	2.00
13 juillet 2011	1.50	0.75	2.25
13 avril 2011	1.25	0.50	2.00
13 mai 2009	1.00	0.25	1.75
08 avril 2009	1.25	0.25	2.25
11 mars 2009	1.50	0.50	2.50
21 janvier 2009	2.00	1.00	3.00
10 décembre 2008	2.50	2.00	3.00
12 novembre 2008	3.25	2.75	3.75
15 octobre 2008	3.75		



→ mise en perspective de l'évolution des taux de différentes BC à la suite de la crise des subprimes

4. Réserves obligatoires

Les banques sont tenues de tenir une certaine partie de leurs engagements à la BC.

= instrument de contrôle indirect de la masse monétaire par les BC

→ agit sur MCd : conditions de demande de monnaie, **besoin structurel du système bancaire en MC**, détermine emplacement de la courbe MCd

En zone euro :

RO = qté de monnaie que banques sont obligées de détenir à la BC, taux établi par BCE (2% pdt lgt mais 1% auj et depuis 2012 dans l'Eurosystème)

Assiette des RO (ce sur quoi est appliqué taux RO) :

- Dépôts à 24h
- Dépôts < 2 ans
- Certificats de dépôt < 2 ans

Si le taux s'alourdit : limite qté de prêts

Si le taux s'assouplit : facilite qté de prêts

Si pas respecté par les banques : sanctions (majoration des taux puis si cela se répète suspension de l'accès aux opérations principales de refi).

Les banques ne sont pas obligées de détenir en permanence/chaque jour ce pourcentage de leurs engagements mais elles doivent l'avoir en moyenne au cours du mois.

= entraîne une constitution progressive des RO (donc + de souplesse dans les prêts interbancaires car comme les prêts accordés font les RO et que constitution RO + souple alors prêts interbancaires + souples)

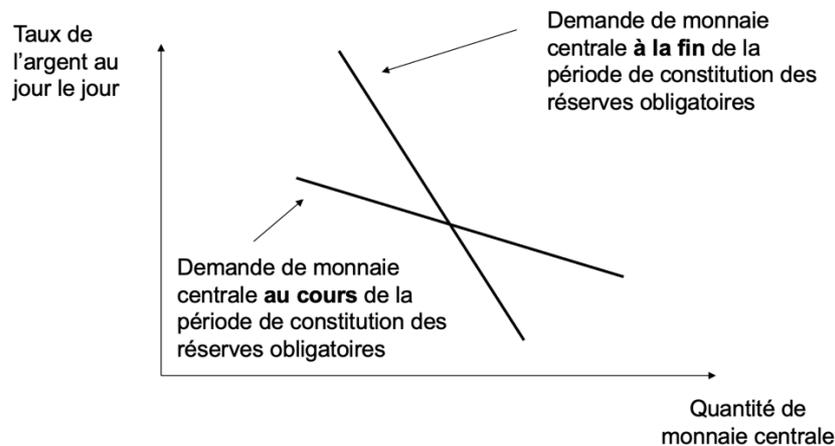
→ stabilise TAJJ au cours de la période de constitution (voir schéma : faible élasticité de MCd au TAJJ donc forte élasticité de TAJJ à MCd = TAJJ peu sensible à MCd)

≠

En fin de période (approche de période de clôture de constitution des réserves) : MCd peu sensible au TAJJ car quel qu'il soit, b doivent constituer leurs RO, → TAJJ très sensible aux variations de MCd (courbe)

donc en cas de choc en fin de période, variations de MCd donc de TAJJ

Évolution de MCd au cours de la période de constitution des réserves :



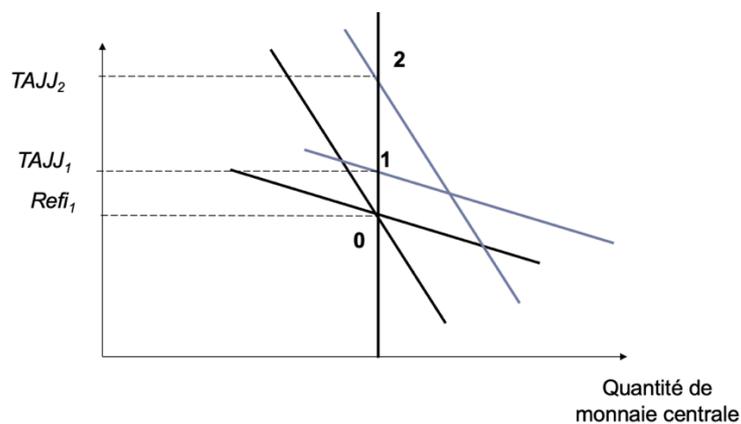
Au cours : pente faible = MCd sensible aux variations de TAJJ car b pas obligées de détenir en permanence 1% de leurs engagements à la BC donc agit en fonction de la situation donc du TAJJ

À la fin : pente bcp + forte, réaction - marquée aux variations de TAJJ car b obligées de détenir 1% de leurs engagements à la BC en fin de période quel que soit i (forte variabilité du TAJJ en FO de MCd)

Et donc si choc des facteurs autonomes (≠ mauvaises anticipations), variation Md et variations importantes de TAJJ car + sensible aux variations MCd en fin de période

Ccl : la forme de MCd se modifie au cours de la période de constitution des réserves = implication directe sur la volatilité des taux

Illustration effet sur le TAJJ d'un choc sur facteurs autonomes au cours et à la fin de la période de constitution des réserves :



Droite verticale = MCo

0 : situation initiale, TAJJ = i_{refi}

Choc : MCo supérieure à avant choc car détérioration des facteurs autonomes

1 : si choc se produit au cours de la période de constitution des réserves

= hausse TAJJ

2 : si choc se produit en fin de période de constitution des réserves

= hausse + forte de TAJJ, BC va devoir intervenir, injecter liquidités ici

→ ≠ sensibilités de TAJJ aux variations de MCo

Rq : ceci se passe en cas de choc donc exceptionnel, retenir que de manière générale, constitution des RO tend à stabiliser TAJJ. On espère que s'il y a choc, ils aient lieu au cours de la période pour que l'impact sur les taux soit limité.

Bilan effets du système des RO sur variabilité des taux :

- Stabilise en moyenne TAJJ : souplesse constitution des réserves (doivent être faites au cours du mois et pas d'obligation de le faire ajj)
- En fin de période, TAJJ peut s'écarter durablement et fortement de i_{refi}
 - o BC : réglages fins

De manière générale, pratique des RO évite recours aux réglages fins par atténuation de variabilité des taux (sauf en fin de période de constitution des réserves).

= instrument de régulation monétaire

Zone euro (récap) :

- **Opérations d'open market** : piloter TAJJ (détermination MCo et $i_{directeur}$ par BC en fO de ses objectifs et à partir de l'estimation de MCo et du montant des facteurs autonomes) de façon que TAJJ se rapproche de $i_{directeur}$ (réglages fins si besoin)
- **Facilités permanentes** : maintenir TAJJ dans un corridor (sauf si indiv irrationnels)
- **RO** : stabilisation du TAJJ en moyenne (évite d'avoir recours aux opérations de réglage fins en cas de choc en cours de période car b + souples), attention fin de période inversement

= mesures classiques/conventionnelles de la BCE pour réguler liquidités bancaires et atteindre objectifs en termes d'inflation



= gestion de la liquidité par gestion de i
 → A très bien fonctionné jusqu'à la crise des subprimes

La crise des subprimes a remis en question les outils traditionnels car on s'est rapidement puis durablement rendu compte qu'ils ne fonctionnaient plus → circuit enrayé

Rappel rôle habituel de la PM :

Rôle habituel BC	Rôle des marchés fi
Stabilisation i CT : - BCE : opérations refi - FED : achats de titres auprès des b	Formation prix d'actifs (obligations, actions)

Champs d'action élargi des BC lorsque les outils principaux ne fonctionnent plus :

Exemple : crise subprimes, banques n'avaient plus confiance et n'ont pas répercuté la baisse du taux directeur sur leurs taux donc il n'y a pas eu d'injection de liquidités, i arrive à 0 on ne peut plus rien faire

= blocage du canal du taux d'intérêt, trappes à liquidités : quel que soit i , Md ne réagit plus

Autre exemple, canal du crédit : les b ont des liquidités (BC leur en fournit) mais ne veulent pas les prêter (surtout entre b) car elles craignent de ne pas les récupérer à cause des individus considérés comme peu solvables.

= blocage du canal du crédit

On trouve d'autres moyens (élargissement des champs habituels avant d'avoir recours aux mesures non conventionnelles) :

Le prêteur en dernier ressort (PDR) avant liquidation (par BCE ou fonds monétaire international), bcp + systématique aux USA :

- Théorisation ancienne : **Henry Thornton** (1802), **Walter Bagehot** (1873).
- Ex : crise des subprimes, certaines b en situation d'illiquidité aux USA (prêts à des individus peu solvables, titrisation, crise bancaire, crise
 - Northern Rock, Carlyle Capital, Bear Sterns, Freddie Mac, Fannie Mae (tous ont été rachetés = PDR) ≠ Lehman Brothers (prise comme exemple mais mal choisi car + intégrée au système bancaire que prévu)
- **Problèmes du PDR :**
 - Aléa moral : « **too big to fail** », se pensent infailibles, prennent + de risque que ce qu'elles devraient pour faire des profits car b se savent assurées
 - Mesures de la solvabilité des États (lors d'achat de titres d'État, normalement interdit à la BCE dans le traité européen pour rester indépendante)
 - Effet sur les anticipations d'inflation

D) **Mesures non conventionnelles :**

→ pour contourner les deux blocages des canaux que sont ceux du i et du crédit

Plusieurs grandes catégories de mesures :

- **Augmentation massive de la quantité de monnaie en circulation dans l'économie** (assouplissement quantitatif ou *Quantitative Easing*)
 - = **rachat de titres de très bonne signature** par BC auprès des b (dans un premier temps les titres d'État : plus sûrs)
 - = b ont **davantage de liquidités** et peuvent davantage se prêter
 - = **cible quantitative**
 - = **changement de type de PM** (de i à bilan (bilan BC s'alourdit en injectant liquidités dans l'économie))
 - = par définition censé être plus efficace dans les pays dans lesquels **l'intermédiation bancaire** est la plus importante
 - = **incidence sur i à + LT** : rachat de titres = augmentation de D de titres = hausse du cours des titres = **baisse i** des obligations d'État
 - développé au Japon, USA puis **France en 2015** (ça pose un problème au niveau du traité de Maastricht car BC interdites de racheter titres d'État sur marché primaire, mais ici : **marché secondaire**)

- **Intervention sur la pente de la courbe des taux en s'engageant sur/annonçant la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents** (*Forward Guidance*), il faut que BC soit crédible
 - = communication, **améliorer transparence** information/PM pour engager C et I
 - = influence la courbe des taux avant même que des actions concrètes ne soient prises
 - = **orientation des anticipations** pour que les individus prennent des décisions qui vont **accélérer le processus**

- **Déblocage des marchés de crédit en achetant directement des titres sur ces marchés** (assouplissement du crédit ou *credit easing*), directement aux investisseurs
 - = taille du bilan s'accroît et sa qualité/structure se modifie car ce ne sont plus uniquement des titres de très bonne signature (\neq obligations d'État)
 - = *Quantitative Easing* mais par moyen \neq

- **Rachat de titres dont la qualité peut être plus faible** (*Quantitative Easing*)
 - objectif d'assainir le bilan des b qui avaient acquis ces titres + risqués
 - facilité la circulation monétaire dans l'économie en rassurant les b tout en injectant des liquidités dans l'économie (car rachat de titres)

→ Injection de liquidités dans l'économie, se distingue des politiques traditionnelles des BCE : on passe par une politique de bilan et non plus de i mais tout en souhaitant avoir une incidence sur i

Modalités d'intervention concrète de la BCE depuis la crise des subprimes :

- 1) **août 2007/septembre 2008** (1^{ère} phase) : utilisation des **mesures conventionnelles** (massivement) :



- a. **Injection massive de liquidités** : 94,8 milliards d'€ (+ grosse somme depuis le 11/09/2001 (attentats) : 69,3 milliards d'€) par appel d'offres rapide
- b. **Modification de sa politique de taux d'intérêt** :
 - i. iFPM passe de 5 à 4,25% (facilite le recours aux liquidités sup.)
- c. À partir du 15/08 : **opérations principales de refi** (pour gérer les tensions sur les marchés) et commence à annoncer qu'elle **dissocie PM dédiée à la stabilité des p/inflation 2% (habituelle) et gestion de liquidité** : se positionne sur le fait qu'elle agit concrètement dans l'économie pour favoriser **l'injection de liquidités**
- d. Fin août : **part du refi à LT devient prépondérante** (normalement limitée car complète opération principale de refi), objectif de rassurer les b

→ crainte de liquidités, que les banques arrêtent de se prêter

Objectif : éviter la crise bancaire qui conduirait à une crise économique (par le canal du crédit une crise bancaire se transmet forcément à la l'économie réelle : si pas de prêt entre les banques, pas de prêts accordés aux agents, récession économique)

Fin 2008 la crise s'aggrave aux États-Unis, 2^{nde} phase :

2) **Utilisation des mesures non conventionnelles** (dans l'ordre) :

- a. accroissement de la fourniture de liquidités
- b. Programme d'achats massifs de titres (s'inscrit dans la perspective du *Quantitative Easing*, même si ce n'est pas immédiat : à partir de 2015)
- c. incitation explicite à l'octroi de crédit

a) Accroissement de la fourniture de liquidité

- baisse des i directeurs des BC
 - o 2008 : baisse coordonnée des taux des différentes BC
 - o 2014, puis 2016 : BCE baisse encore ses taux directeurs :
 - MRO (taux de refi principal en anglais) : nul en 2016 ; facilité de dépôt : - 0,4% en 2016, négatif depuis 2014 : -0,1% (= payant)
 - o En 2019, comme il y a encore beaucoup de dépôts malgré i nég et pour limiter l'impact sur les b, BCE met en place un palier à partir duquel le taux sera négatif : environ 1/4 des réserves exemptées du taux négatif (855 milliards d'€)
- 07/2013 : *Forward Guidance*, communications de BC qui viennent renforcer le guidage des i : annonce/engage i faible sur une longue période pour inciter les b à se prêter entre elles
- Particularité BCE : allocation à taux fixes (faibles) et en qté illimitée des opérations principales de refinancement + tout le monde est servi
(Avant 2000 : taux fixes
2000 : taux variable
2008 : taux fixe)

Csq : la facilité de prêt n'a plus d'importance

- réduire incertitude relative à la fourniture de liquidités et à son coût
→ **débloquer marché monétaire**
 - conserver contrôle latéral des taux courts : en servant tout le monde, pas de renchérissement des coûts lors des refinancements interbancaires
→ éviter étouffement éco et resserrement des crédits
- Allongement de la maturité des opérations de refinancement à LT (*Very Long Term Refinancing Operation*)
= mesure conventionnelle utilisée de manière non conventionnelle
Normalement prêts jusqu'à 3 mois, là ils vont aller jusqu'à 3 ans
Objectif : rassurer
 - Assouplissement des critères d'éligibilité aux opérations principales de refinancement (passe de A- à BBB-)
→ Titres acceptés pour opérations principales de refinancement de moins bonne signature
= se rapproche du *Qualitative Easing*
 - Réduction du corridor
→ normalement de 200 points de base (2%), réduit à 100 points de base (1%)
Mais comme iFPM n'a plus d'importance (dû aux mesures ci-dessus), corridor réduit à 50 points de base (0,5%)
 - fourniture de liquidités en devises/accords de swaps de devises (car crise américaine)
→ difficultés de se fournir en dollars)
 - à partir de ses propres réserves de change
 - en empruntant sur le marché
 - en empruntant auprès de la BC émettrice

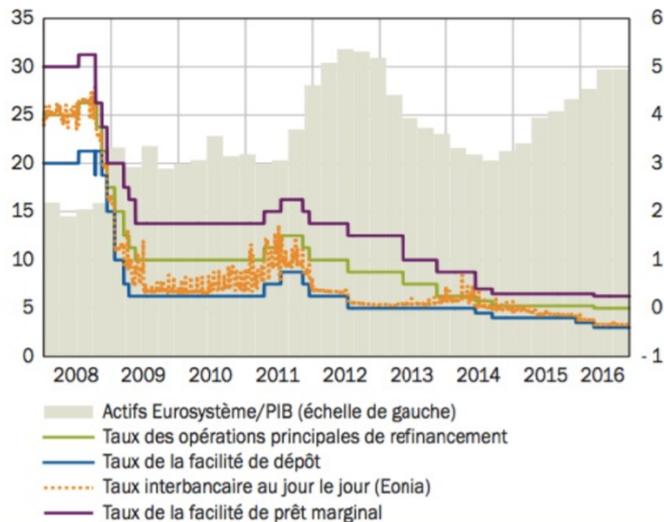
Conséquences globales de toutes ces mesures :

- 1) Baisse significative du taux court = TAJJ (EONIA)
→ Réduction effective du coût de financement de l'économie
- 2) Forte augmentation de la taille du bilan de BC (+ que x2)
→ par la prise en pension de titres pour augmenter la liquidité

Ccl : accroissement fourniture de liquidités dans l'économie

G1 Taux directeurs, Eonia et taille du bilan de l'Eurosystème

(en %)



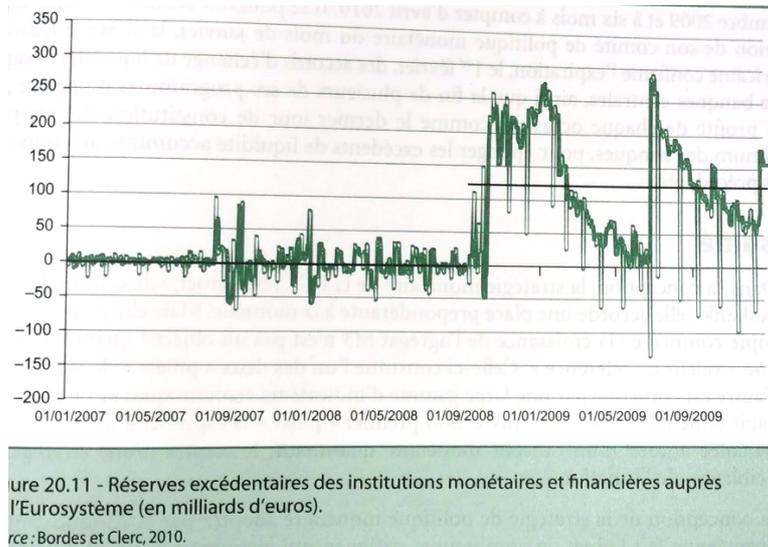
Note : Échelle de droite pour les taux directeurs.
 Source : BCE.

Crise : EONIA se rapproche du taux de dépôts, taux refi devient plafond car mesure d'allocations à qté illimitée et à taux fixe (faible, intéressant).
 + explosion du bilan de BC car rachat de titres

Zoom pendant la chute :

- réduction du corridor à 1 pt de base pour contrôler encore + i directeur.
- Retour à la normale fin 2009 car :
 - o allocation à taux fixe et qté illimitée à réduit pt de base à 0,5 (**insuffisamment incitatif pour que les b se prêtent entre elles**),
 - o b ont emprunté aux BC puis ont replacé chez BC dans le cadre des facilités de dépôts (vu qu'elles ne se sont pas prêtées entre elles)

➔ baisse de i mais pas d'injection de liquidités = échec



→ Réduction du corridor = explosion de qté de RE, atteint environ 250 milliards d'€ en qlq jours alors qu'en général ne dépasse pas 1 milliard d'€.

Mesures de réduction du corridor abandonné en janvier 2009 : retour du corridor à 200 points de base et des mesures incitatives pour que les branches se prêtent entre elles.

Lorsque le directeur est déjà à 0, on ne peut plus utiliser le canal du taux d'intérêt : on débloque le canal du crédit (injection directe de liquidités par BCE dans l'économie en prenant des titres en garantie).

b) Programme d'achat massif d'actifs (comme au Japon, USA par ex)

→ mise en place progressive d'un *Quantitative Easing* à l'européenne

Contexte : détérioration des perspectives d'inflation de MT dans la zone euro, dès 2013 : crainte de déflation (car outils insuffisants et inflation a continué de descendre).

- Achat d'obligations sécurisées (CBPP₃ – *third covered bond purchase programme*) (BCE : oct. 2014)
- Achat de titres adossés à des actifs (ABSPP – *asset-backed securities purchase programme*) (nov. 2014)

→ 2 premiers : pas du *Quantitative Easing* mais assouplissement des exigences des titres pris en garantie pour améliorer accès des banques aux opérations principales de refinancement, dans ces deux cas, protection du prêteur en cas d'insolvabilité de l'emprunteur

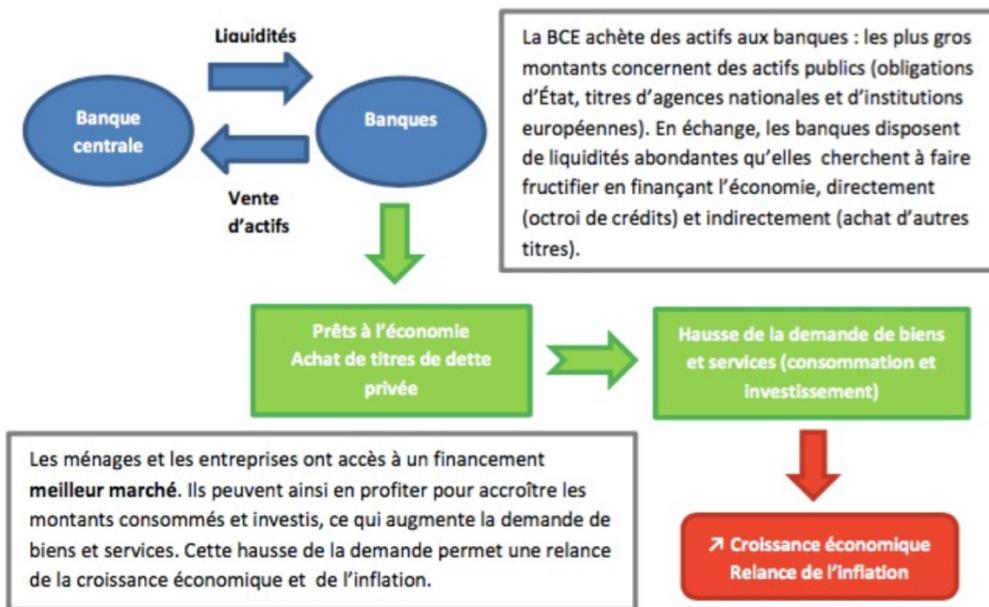
- Achat de titres du secteur public (PSPP – *public sector purchase programme*) (mars 2015)
- Achat de titres du secteur privé (CSPP – *corporate sector purchase programme*) (juin 2016)

→ 2 derniers : *Quantitative Easing* à proprement parlé à l'européen (en sommes très importantes même si moins qu'aux USA)

- rachat sur le marché secondaire car d'après le Traité de Maastricht elle n'a pas le droit de racheter des titres sur le marché primaire
- ceci permet aux États d'émettre de nouveaux titres car ces titres sont acquis par les b puis par BC, acquisition indirecte
- = refinancement indirect des États

Ici, passage d'une politique de i à une politique de bilan.

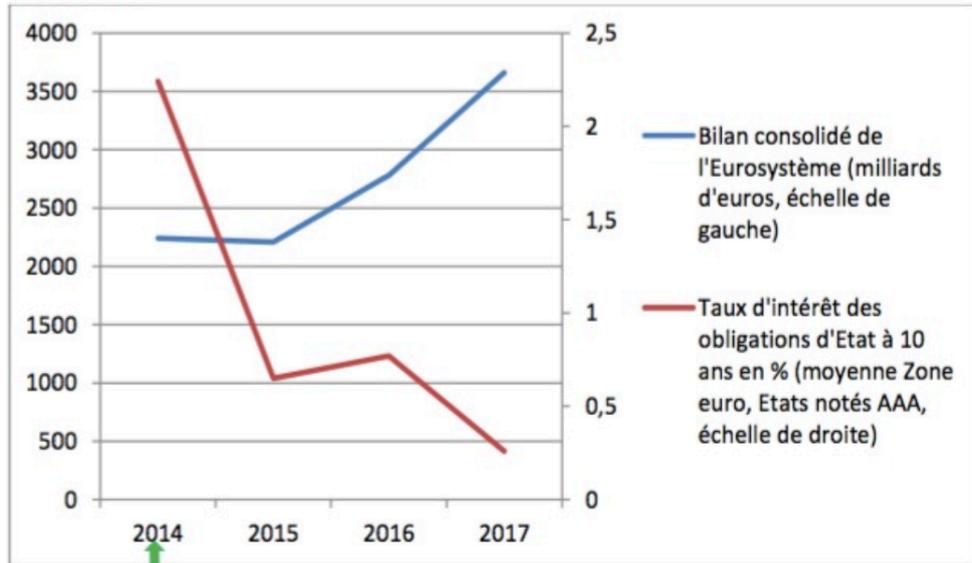
Programme d'achat massif d'actifs : QE



→ vente de titre permet d'en acheter d'autres et ainsi de suite

Impact concret :

Évolution du total de bilan de l'Eurosystème et des taux d'intérêt des obligations d'État en Zone euro



Avant QE

NB : le QE, parce qu'il consiste en des achats d'actifs par la Banque centrale, vient augmenter le bilan comptable de celle-ci. Il se traduit par une hausse de la demande de titres, donc par une baisse des taux d'intérêt des titres publics et privés qui font partie des programmes d'achats.

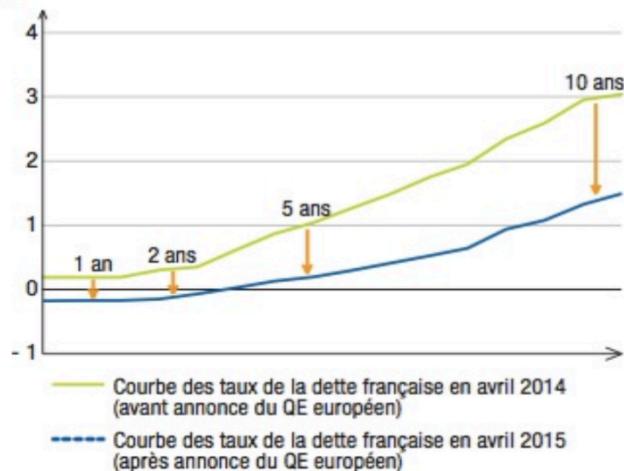
Source : BCE

QE : hausse bilan consolidé (achat de titres surtout obligations d'État) et impact indirect sur i des obligations d'État (BCE augmente D de titres, hausse du cours des titres = baisse i des titres (à maturité + longue ici) car de + en + d'individus sont intéressés donc rémunération – importante

→ facilite financement de l'État (= investissement public))

= impact important de QE sur i

Evolution de la courbe des taux des titres d'État français suite à l'annonce du QE européen
 (en %)



Suite notamment à l'annonce du QE européen en janvier 2015, puis à sa mise en œuvre à compter de mars 2015, le taux d'intérêt payé par l'État français pour un emprunt d'une durée de 10 ans est passé de 1,95 % à 0,64 % d'avril 2014 à avril 2015.

Sources : Agence France Trésor (AFT), Banque de France.

→ ceci par le mécanisme de hausse D titres, hausse cours titres, baisse i titres

La BC n'agit jamais directement sur la croissance c'est toujours une action indirecte (normalement en manipulant directement i directeur), ici par le quantitative easing (crédit → modif i, incidence sur financement économie et donc sur la croissance).

Ce qu'on vient de voir est le premier effet, il en existe d'autres dont il faut avoir conscience :

- Effet portefeuille pour les b : BC rachète titres, b reçoivent liquidités et orientent leurs I vers actifs + rentables (obligations d'États de la zone euro), favorise fi éco réelle
- Effet de signal : forward guidance, orientation des actions avant même de voir effets des politiques de la BC, favorise effet fi éco
- Résultante indirecte = effet de change : baisse i, titres nationaux – intéressants, - de D d'€, baisse valeur €

Estimations BCE : sur 2015-2017, augmentation inflation et croissance de 1%.

c) Incitation explicite à l'octroi de crédit

- opération de refinancement à LT ciblée (TLTRO – *targeted long term refinancing operation*), ≠ types :

- TLTRO : 2014 (échéances de 3 ans)
- TLTTRO II : 2016 (échéances de 4 ans → LT (initialement 3 mois))

→ objectif : augmenter refi éco en impactant i longs, b obtiennent ces prêts (très intéressants) à condition de prêter de l'argent. Si elles ne le font pas elles doivent rembourser le montant obtenu et n'auront pas accès aux deuxièmes tranches de l'opération.
 → b rassurées sur longue période donc prêtent à l'économie, ici elles le doivent pour profiter de ce refi

+ mesures incitatives :

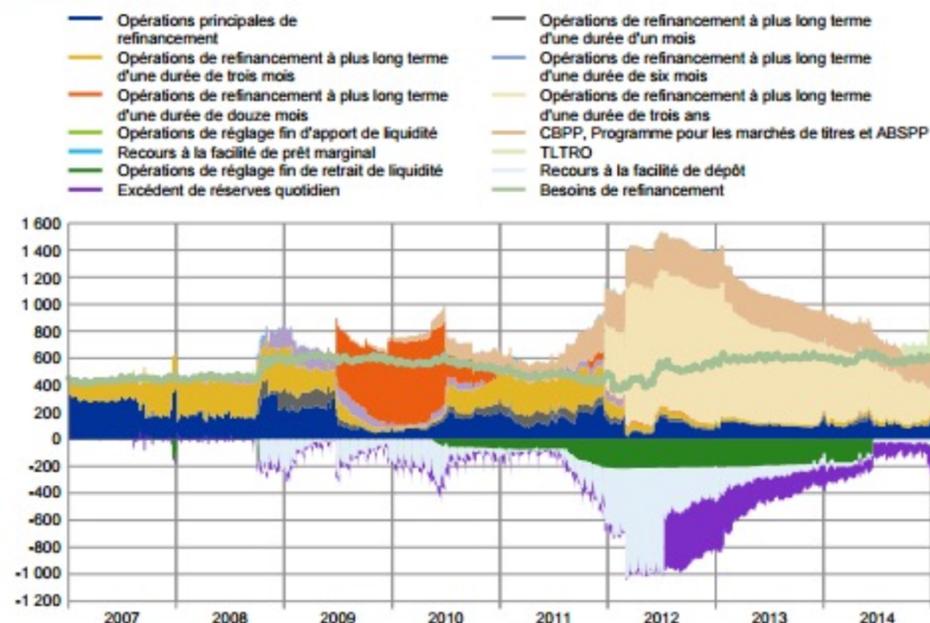
Celle qui ont augmenté leurs crédits au secteur privé de plus de 2,5% entre 2016 et 2018, ont bénéficié, dans le cadre des opérations principales de refi, d'un taux = iFDM = -0,4%.

→ remboursent moins que ce qu'elles ont emprunté = forme de subvention de la part de BC

Csq sur bilan BC :

Opérations d'apport et de retrait de liquidité de l'Eurosystème depuis 2007

(montants en milliards d'euros)



Crise subprimes : opérations de refi LT + importantes que les opérations de refi classiques (+ opérations de réglage fins si besoin)

2009-2010 : instruments conventionnels utilisés de manière non conventionnelle : on étend la maturité des prêts octroyés

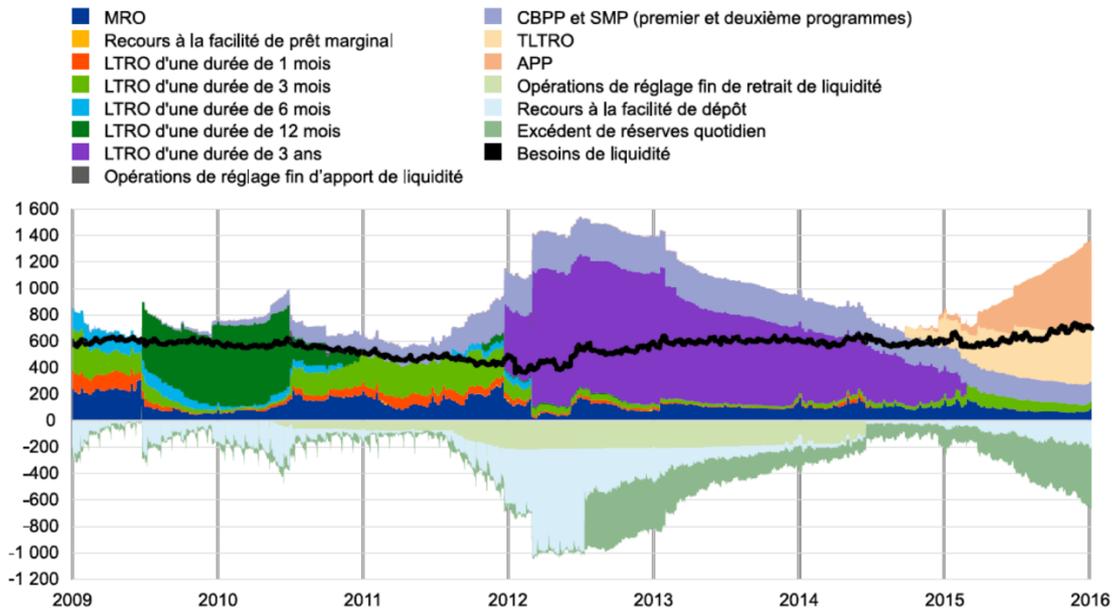
+ recours à la facilité de dépôt augmente

= progressivement mise en œuvre des outils non conventionnels :

- Outils LT (rouge)
- Financements encore + LT : 3 ans (beige)
- Rachat de titres avant QE (beige foncé) : 2013-2014

Suite graph 2015-2016 :

(montants en milliards d'euros)



Source : Eurosysteme.

Orange : APP = achat massif de titres = QE = opérations de très LT ciblées

Bilan, quelques dates :

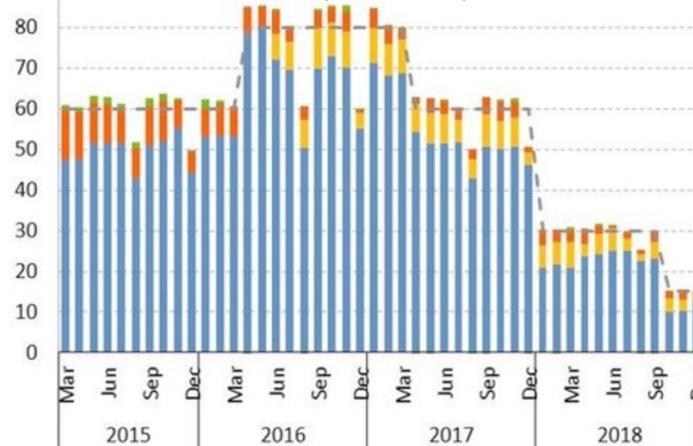
- 5 septembre 2008, US : faillite Lehman Brothers
- 8 octobre 2008, BCE : refinancement illimité et à taux fixe
- novembre 2008, FED : premier programme de QE
- avril-mai 2010, UE : début crise grecque : SMP (BCE), risque crise majeure en zone euro, → possibilité de rachat de titres d'État par BCE dans certaines conditions
- janvier 2012, BCE : taux de RO passe de 2 à 1% (mesure conventionnelle), facilité octroi de liquidités et souplesse du marché
- juillet août 2012, BCE : M. Draghi (président BCE) **annonce** que l'euro système est prêt à faire tout ce qu'il faut pour « sauver l'euro » (« whatever it takes »)
 → annonce OMT (outright monetary transactions) **rétablit la confiance sur les marchés financiers**
- juillet 2014, BCE : taux facilité de dépôt négatif (- 0,3%) négatif depuis janv. et TLTRO
- mars 2015, BCE : début d'un véritable programme QE européen (= rachat massif)
- mars 2016, BCE : taux refi : 0%, taux facilité de dépôt : - 0,4%, taux de facilité de prêt 0,25%, TLTRO II, QE étendu aux obligations d'entreprises (secteur privé)
- septembre 2019, BCE : taux de facilités de dépôt : -0,5%, 0%, 0,25% jusqu'en sept. 2022

Ce qu'il faut retenir : situation inédite, les canaux du crédit et du taux d'intérêt bloqués donc dans un premier temps, mise en œuvre de mesures conventionnelles dans des proportions non conventionnelles puis mise en œuvre de mesures non conventionnelles dans un second temps.

= modification en profondeur de la PM (changement de nature) : passage d'une politique de taux d'intérêt à une politique de bilan

Bilan, quelques chiffres :

Achats de dettes réalisés par la BCE par mois

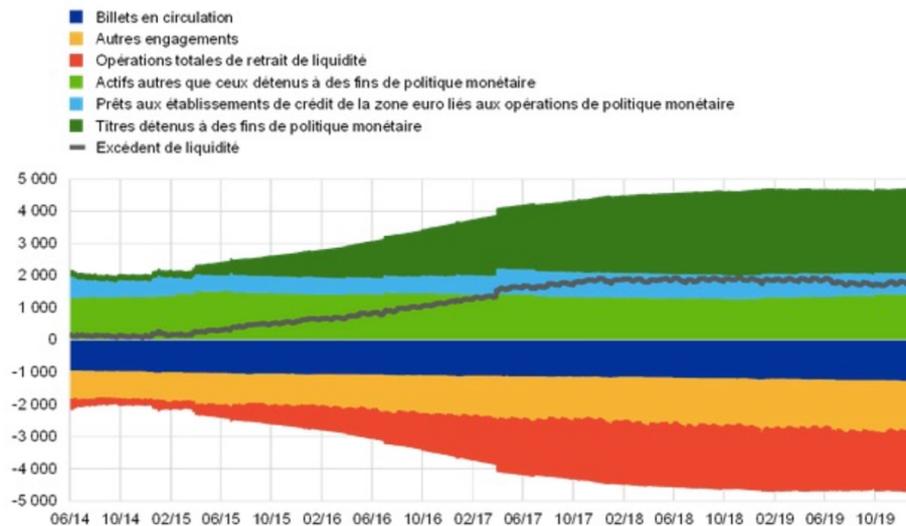


→ important même si modeste par rapport aux USA

2019 : baisse annoncée puis arrivée du covid

Évolution du bilan consolidé de l'Eurosystème

(en milliards d'euros)



→ Accroissement important de la taille du bilan car modif de la nature de PM
 Fin 2019 : 4700 milliards d'€

Graphique 2. Taux et montants des facilités de dépôt auprès de la BCE



Fin 2008-début 2009 : réduction du corridor à 0,5%, pic qté dépôts

2013 situation inédite (menace de déflation et d'éclatement de la zone euro avec la crise grecque = panique bancaire, incertitudes sur la solvabilité des emprunteurs) : pendant 3 mois environ 800 milliards d'€ (environ 10% du PIB de la zone euro) déposés sur comptes de la BC à 0,25%

→ BCE à agit : déclarations de Mario Draghi, réduction i directeurs et iFDM (passé nég) = marchés rassurés et dépôts moins intéressants

État des lieux depuis 2018 :

Vers la normalisation ?

Été 2018 :

- Annonce de la fin progressive (pour ne pas bloquer l'éco) de PM accommandante (= i faibles, bcp de crédits) :
- Maintien des taux d'intérêt à un niveau bas
- baisse du QE : 30 milliards à 15 milliards par mois

Bilan 2018 (zone euro) :

- croissance ralentie : + 1,8%
- inflation : + 1,7%

→ pas aussi bon que ce qui avait été espéré, insuffisant par rapport aux objectifs

2019 :

- Perspectives de croissance et d'inflation moins bonnes que prévu initialement
- Septembre-octobre 2019 : annonce d'une politique accommodante et reprise de QE (20 milliards)

Novembre 2019 :

- Christine Lagarde remplace Mario Draghi à la tête de la BCE

2019 (zone euro) :

- Croissance + 1,2% (encore ralentie)
- Inflation annuelle : 1,2% (recul)
- rappel des taux directeurs en septembre : -0,5%, 0%, 0,25%

2020 (zone euro), crise sanitaire :

- Croissance : -6,4%
- inflation annuelle : 0,2%

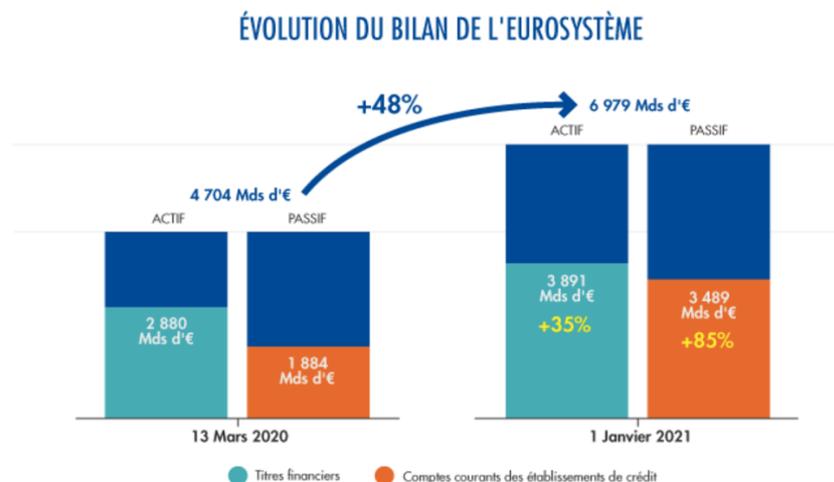
18 mars 2020 : programme d'achat d'urgence face à la pandémie PEPP (*pandemic emergency purchase programme*), s'apparente au QE mais volonté à soutenir les économies dans cette perspective particulière

- enveloppe globale 1850 milliards d'€ (prévu initialement à 750 milliards d'€)
- titres éligibles : mêmes que APP (= QE à l'européenne) + d'autres (comme titres émis par État grecque, ...)
- fin du programme : mars 2022

Au titre de ces deux programmes de QE (crise subprimes) et PEPP (crise sanitaire), actif détenus au titre de ces deux programmes par Eurosystem = 5 000 milliards d'€.

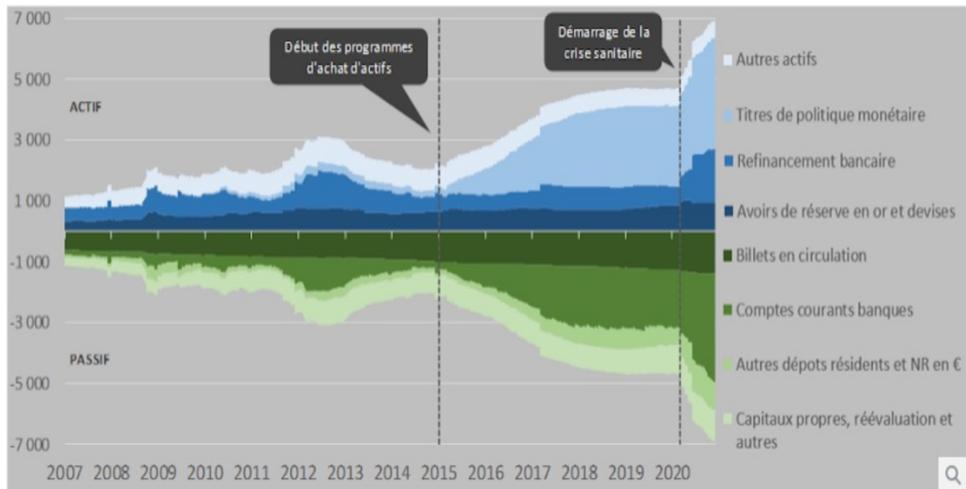
→ lié à la crainte de récession majeure

Croissance du bilan de la BCE :



→ un peu + jusqu'en mars 2022

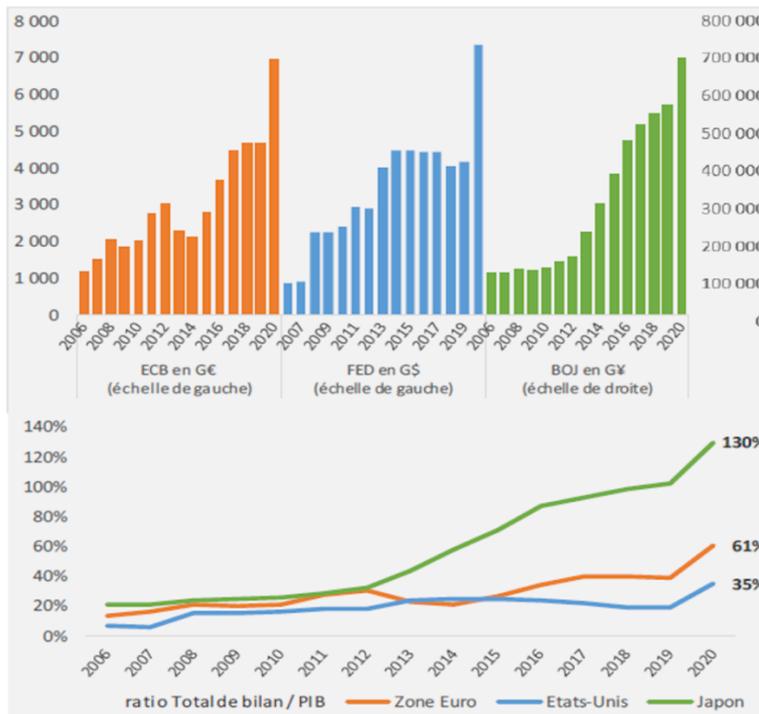
Alors qu'avant la pandémie on voulait baisser l'action et assainir le bilan de la BC, face à la pandémie : contraire.



Graphique 2 : Évolution de la structure du bilan de l'Eurosystème sur la période 2007-2020 (en milliards d'€) Source : BCE

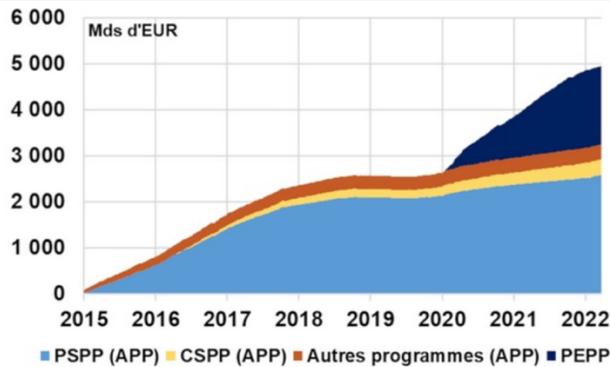
2015 : démarrage QE

Croissance du bilan des BC (pas qu'en zone euro) :



2021 : taille bilan BCE = + 7 000 milliards d'€

Bilan 2022 : APP et PEPP



Graphique 2 : Détentions de titres de l'Eurosystème dans le cadre de la politique monétaire Source : BCE, calcul des auteurs

→ Qté à la suite des deux crises

= modif majeure de PM et de situation BC par rapport aux périodes précédentes, explosion bilan

2022, durcissement de la PM :

Contexte :

- remontée de l'inflation :
 - 2022 (prévisions) : 8,1% en zone euro (5,5% en 2023 et 2,3% en 2024)
- ralentissement de la croissance :
 - 2022 (prévisions) : 3,1% (0,9% en 2023, 2,4% en 2024)
- remontée des taux 27 octobre
 - refi : 2%
 - prêt marginal : 2,25%
 - taux de dépôt : 1,50%

= remontée des taux et la BC annonce qu'elle va continuer à les remonter (- qu'aux USA)

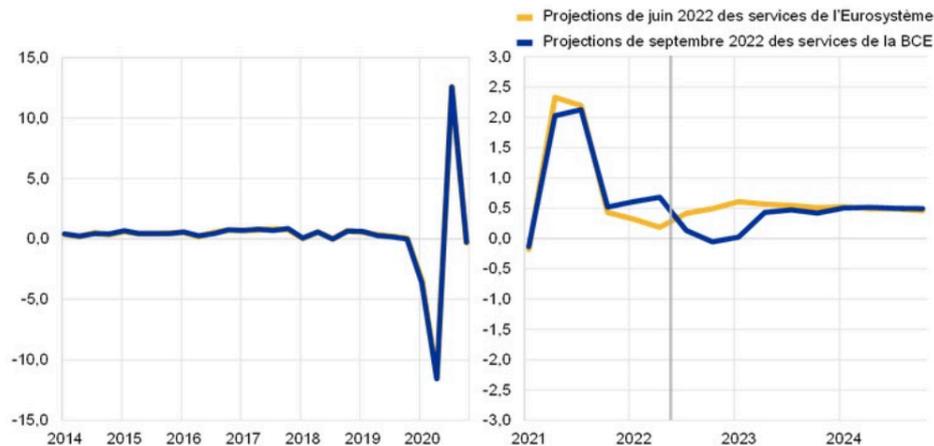
But : freiner l'inflation (en renchérissant le coût du crédit ce qui va ralentir l'activité économique et diminuer l'inflation)

Risque : ralentissement de l'activité économique, récession

Prévisions :

Croissance du PIB en volume de la zone euro

(variations trimestrielles en pourcentage ; données trimestrielles corrigées des variations saisonnières et du nombre de jours ouvrés)



Notes : les données rétrospectives peuvent différer des dernières publications d'Eurostat en raison de données publiées après la date d'arrêt des projections (cf. note de bas de page n° 1). La ligne verticale indique le début de l'horizon de projection.

2021 : fin confinements → forte croissance

2022 : diminution

Années à venir : faible croissance

IPCH de la zone euro

(variations annuelles en pourcentage)



Note : la ligne verticale indique le début de l'horizon de projection.

Inflation : monte largement

De crainte qu'elle continue à monter : durcissement PM

2022 : normalisation de la PM

Vers la fin des MNC (= mesures non conventionnelles) ?



- QE : fin du rachat mais réinvestissement des titres arrivant à échéance pour continuer à soutenir l'activité économique, au lieu de seulement en accepter le remboursement pour diminuer son bilan comme l'a fait la FED.
→ bilan reste stable plutôt que de diminuer (n'augmente plus non plus)
(annonces actuelles : il faudra voir comment ça évolue)

Difficultés : risque de fragmentation dans zone euro (= i appliqués aux obligations des ≠ États de la zone euro s'écartent de manière trop importante), renvoie aux divergences des conditions de fi des ≠ pays de la zone euro (ne s'explique pas par les fondamentaux de l'économie, pas par ce qu'il se passe dans les pays eux-mêmes)

→ **limite l'efficacité de PM zone euro**

→ certains pays se retrouvent avec des risques de récession économique (Grèce 2010, aujourd'hui : Italie, Grèce, ...) beaucoup plus marqués que les autres pays

- *spread* se creuse (écart du taux allemand pris comme référence), expliqué par remontée des taux donc fin des rachats d'actifs par BCE (c'est pour cela qu'elle réinvestit une partie des titres arrivés à l'échéance)
Entraîne crainte d'alourdissement trop fort de la dette pour certains pays, donc certains **investisseurs se détournent** de certaines obligations d'État pour aller vers des obligations plus sûres.

→ **renforce écart** entre les taux d'intérêts des ≠ pays, difficulté à se financer, remonte le coût de la dette de ces États, investisseurs qui acceptent de prendre les titres prennent primes de risques très élevées (i augmentent très fortement), empreint de plus en plus lourd pour les pays concernés, crainte de difficulté de rembourser

D'où BCE **annonce** la mise en œuvre de :

- nouvel outil « anti-fragmentation » : le TPI (*transmission protection instrument*)
→ BCE propose de racheter les titres financiers (obligations publiques et privées) aux États en difficulté pour éviter une remontée trop forte des taux d'intérêts

Certains critères sont à respecter pour les États en difficulté :

- Pas totalement insolvable
- Politiques macroéconomiques relativement saines
- ...

Ccl, situation actuelle : remontée des taux, durcissement et normalisation de PM, arrêt QE (avec réinvestissement des titres arrivés à échéance), mise en place d'un nouvel outil pour éviter la fragmentation en zone euro.

Question, après cette période de mise en place de politiques/mesures non conventionnelles jusqu'à aujourd'hui :

Stratégie de sortie (abandonner tous les dispositifs d'un coup = déséquilibre) ou retrait progressif des liquidités du système bancaire (pour assainir et réduire le bilan de la BC) ?

→ certains économistes se positionnent en faveur de l'annulation des dettes des pays dans le cadre du derniers programmes lié à la pandémie notamment.

Risques associés au QE :

- Financier : formation de bulles spéculatives ?
BCE rachète titres aux b = injection liquidités dans l'économie, assainit bilan des b qui peuvent investir où c'est plus rentable ou prêter : b cherchent à faire rendement, risque bulle spéculatives, crises
- Bilanciel : perte des BC en cas de dégradation de la qualité des actifs pris en portefeuille ?
- Politique : indépendance des BC compromises (car b n'agissent plus en toutes responsabilités après que BC ait acheté leurs titres sur marché secondaire) et monétisation de la dette publique ?

Questions + générales :

- La perte de crédibilité de la monnaie/PM ? efficacité réelle de PM ? lien réel entre la qté de monnaie en circulation et le niveau général des prix (inflation) ? car on a vu que le bilan de BC a d'abord explosé avant qu'il n'y ait un impact
- remise en cause du ciblage de l'inflation/viser plusieurs objectifs pour les BC ?
- Développer de nouveaux instruments de PM (instruments non conventionnels peuvent-ils être utilisés comme nouveaux instruments) et pas uniquement le pilotage des taux CT ?
- Bilan de la BC comme instrument PM de manière plus classique et pas seulement en période de crise ? ou faut-il s'en désengager ? pour le moment, assainissement.
- Déflation (cette menace a entraîné la mise en œuvre de toutes ces nouvelles mesures) et PM ?
- aujourd'hui : retour de l'inflation et conséquence ?

Débats :

- Trop d'objectifs pour la BC ?

« Un peu comme si le banquier central devait être capable de chausser auj. toutes les casquettes, celle keynésienne du soutien de la croissance et de l'emploi, celle monétariste de stabilisation des prix, celle ancestrale de la stabilité financière, en fournissant le meilleur ancrage possible aux anticipations considéré comme essentiel par les néokeynésien et en apportant bientôt leur contribution à l'atténuation du risque climatique » (Couppey-Souberyan et Renault, 2021)

- Rappel : règle de Tinbergen et principe de Mundell
 - o Il faut autant d'instruments indépendants que d'objectifs à atteindre pour que PM soit efficace **Tinbergen**
 - o Chaque instrument doit être affecté à l'objectif pour lequel il est le plus efficace **principe de Mundell**

→ PM ne peut pas tout faire et doit être coordonnée aux autres objectifs.

Rappel : clivage keynésien/monétariste :

- quelle capacité d'action conjoncturelle de la PM ?
 - o efficace pour relancer la croissance, soutenir/relancer l'activité économique, lutter contre le chômage **COURANT KEYNÉSIEEN**
- règles (monétaristes) versus discrétion (keynésien) ?
 - o F. Kydland et E. Prescott favorisent les règles aux politiques discrétionnaires (= mise en place PM en fO de conjoncture, s'adapte à la situation) : + prévisibles car on applique toujours la même règle dans des situations similaires

Risque d'incohérence temporelle : en fO des périodes, le même problème ne va pas générer les mêmes solutions donc on ne peut pas prévoir ce qu'il va se passer, empêche individus de prendre les décisions optimales, système non optimal

Règle la + connue :

- Règle de Taylor (1993) pour déterminer taux directeur

$$r = r^* + \lambda_{\pi} (\pi - \pi^*) + \lambda_y (y - y^*)$$

r = i directeur proposé par BC

r^* = i directeur neutre, optimal, i réel d'équilibre de LT, fixé par acteurs

π = niveau inflation observé

π^* = niveau inflation optimal, objectif (2% zone euro)

y = niveau de croissance observé

y^* = croissance potentielle, si on utilise de manière optimale facteurs de prod

λ_{π} et λ_y = facteurs de pondération, selon périodes et selon BC, préférence

pour objectif de croissance ou objectif d'inflation (si même ciblage, tous deux égaux à 0,5 comme BC américaine initialement)

→ le taux directeur de la BC doit être déterminé en fonction du taux de LT idéal et des objectifs d'inflation et de croissance qu'on a ciblé

- o Règle initialement **descriptive** : avec $r^* = 2\%$, λ_{π} et $\lambda_y = 0,5$, décrit évolution taux directeur américain entre 1987 et 1992
- o Devient règle de référence en 96 à **portée normative/explicative** : c'est devenu une règle de fonctionnement des BC
- o Nombreux débats : très sensible à la valeur des coefs et pas forcément adapté pour décrire toutes les économies même si cela a fonctionné aux USA de 87 à 92.

E) Comparaison BCE/FED

- Objectifs différents (BCE : inflation ; FED : inflation, plein emploi, croissance économique et stabilité des prix), objectifs principaux de FED = objectifs de PM BCE



- Indépendance de la FED moindre que celle de la BCE (État fédéral donc forcément + intégré qu'en Europe où PM harmonisées seulement harmonisée entre pays)
- Supervision des activités des institutions financières aux US (autre institution qui s'en occupe en zone euro)
- Guichet de l'escompte (US) : deuxième source de création monétaire
= refi au taux d'escompte (taux dégradé) auprès de BC de manière automatique avant échéance de prêts, FED = prêteur en dernier ressort
→ inexistante en Europe