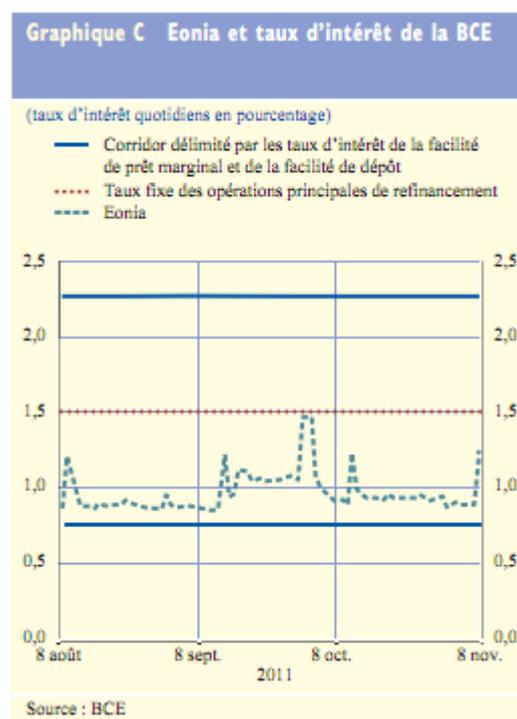


## THEME 6

### LA POLITIQUE MONÉTAIRE

#### Questions:

- 1) Quels sont les facteurs autonomes de la liquidité bancaire?
- 2) Définir les caractéristiques de la politique dite « d'open-market ».
- 3) Qu'est-ce qu'un taux directeur ?
- 4) En quoi consistent les réserves obligatoires ? Quelle est leur utilité ?
- 5) Quelles sont les fonctions d'une banque centrale ?
- 6) Quelles réflexions vous inspirent ce titre publié par le quotidien « La Tribune » le 4 janvier 2012 : « Record battu ! Les banques placent 453 milliards d'euros de liquidités auprès de la BCE. Les banques européennes continuent de préférer stocker leurs liquidités à la Banque centrale européenne plutôt que de se prêter entre elles. Les dépôts au jour le jour ont atteint mardi un nouveau record. »
- 7) Commenter ce graphique.



**Les questions 6 et 7 sont extraites du sujet d'examen de première session de janvier 2012 !**

- 8) Pourquoi la Banque Centrale Européenne a décidé d'abaisser son taux directeur à 0,25% le jeudi 7 novembre 2013 ?
- 9) Le bilan de la Fed, qui atteint plus de 4 000 milliards de dollars, a encore augmenté de près de 30 % en deux ans, alors que celui de la BCE, avec 2 200 milliards d'euros (3 000 milliards de dollars), a diminué d'environ 25 % durant ces 2 dernières années. Certains en déduisent que la BCE est moins audacieuse que la FED et soutient moins l'économie. Qu'en pensez-vous ? **(Question de réflexion extraite du sujet d'examen de janvier 2015)**
- 10) La Banque centrale européenne (BCE) a une nouvelle fois baissé son taux de dépôt et annoncé, l'extension de son programme de rachat d'actifs. Quels sont les effets espérés du plan de la BCE sur les ménages et les entreprises? **(Examen session 1 janvier 2016)**

### **Exercice: (Contrôle continu décembre 2008)**

Dans le cadre de ses opérations principales de refinancement, la Banque Centrale Européenne (BCE) décide de fournir des liquidités aux marchés (sur mise en pension ou prêt garanti) par une procédure d'appel d'offre à taux variable, selon une adjudication à l'américaine<sup>3</sup>.

Les demandes de monnaie centrale (montants en millions d'euros) émanant de 3 banques A, B et C sont les suivantes :

Taux d'intérêt %	Banque A	Banque B	Banque C
2,59		2	1
2,58		5	5
2,57	4	10	7
2,56	9	11	8
2,55	3	1	5
2,54	3		2

- 1) Tracer la courbe de demande de liquidité du système bancaire constitué des banques A, B et C.

Compte tenu de l'orientation de sa politique monétaire, la BCE décide d'allouer 48 millions d'euros.

- 2) Quel est le taux minimal de l'adjudication et à quel taux moyen de refinancement est fournie cette liquidité bancaire ?

Sachant que la BCE fournira toutes les demandes effectuées à des taux supérieurs au taux minimal de l'adjudication et au prorata des demandes de chaque établissement pour la tranche correspondant au taux minimal de l'adjudication.

- 3) Calculer le montant total de liquidité alloué à chaque banque ainsi que son taux moyen de refinancement.

### **Sujets de dissertation:**

- 1) « Causes et effets d'injections massives de liquidités opérées par les banques centrales sur le marché monétaire. » (**Sujet de contrôle décembre 2010**)
- 2) Réaliser une étude comparée de la politique monétaire d'« Inflation Targeting » par rapport à celle de « Quantitative Easing ». (**Sujet d'examen session 1 décembre 2012**)

<sup>3</sup> La méthode consiste à servir la liquidité au taux pour lequel la demande a été présentée.

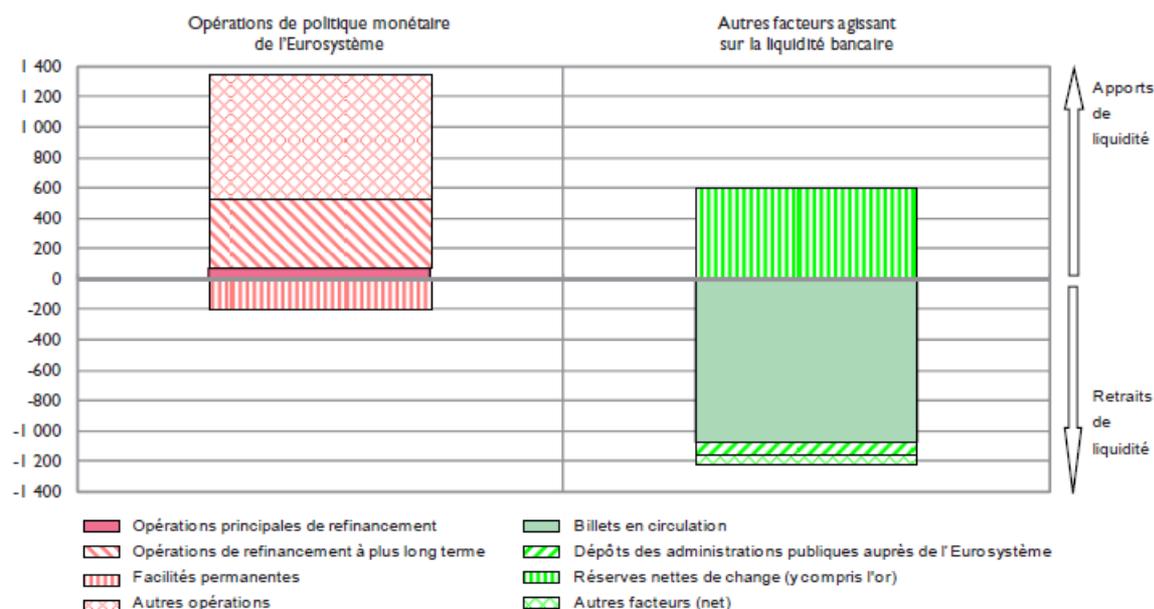
**Figure 26**  
**Liquidité bancaire et refinancement – Zone euro**

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 9 décembre 2015 au 26 janvier 2016)

	Apports de liquidité	Retraits de liquidité	Contribution nette
<b>Contribution à la liquidité du système bancaire</b>			
<b>(a) Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème</b>	<b>1 350,5</b>	<b>196,6</b>	<b>1 153,9</b>
Opération principale de refinancement	71,6		71,6
Opération de refinancement à plus long terme	467,0		467,0
Facilités permanentes	0,2	196,6	-196,4
Autres opérations	811,8	0,0	811,8
<b>(b) Autres facteurs agissant sur la liquidité bancaire</b>	<b>611,6</b>	<b>1 208,4</b>	<b>-596,8</b>
Billets en circulation		1 072,8	-1 072,8
Dépôts des administrations publiques auprès de l'Eurosystème		82,4	-82,4
Réserves nettes de change (y compris l'or)	611,6		611,6
Autres facteurs (net)		53,2	-53,2
<b>(c) Réserves constituées par les établissements de crédit (a) + (b)</b>			<b>557,1</b>
dont réserves obligatoires			113,3

**Contribution nette à la liquidité du système bancaire**

(en milliards d'euros, en moyenne quotidienne pendant la période de constitution du 9 décembre 2015 au 26 janvier 2016)



Source : Bulletin de la Banque de France n°203 / 1er trimestre 2016

## ***Fédérale et de la BCE, l'Observatoire français des conjonctures économiques s'interroge sur les conséquences qu'elles provoquent.***

Aux Etats-Unis et en Zone Euro, les banques centrales, respectivement la Réserve Fédérale et la Banque centrale européenne, ont adopté des mesures non-conventionnelles dès 2008 afin de lutter notamment contre le risque de déflation. Mais le calendrier de ces mesures et leur ampleur ont différé, ce qui a soumis la Zone Euro à des effets non négligeables, souligne l'OFCE.

La Fed a adopté très tôt une politique de Quantitative Easing. Elle est rentrée dès la fin de l'année 2015 dans une logique de « [tapering](#) », c'est-à-dire de réduction des achats des titres avec en perspective une remontée des taux d'intérêt. Pour sa part la BCE a mené une politique d'ampleur plus modérée dans un premier temps, son taux directeur ne passant pas en dessous de 1% avant fin 2013. Depuis 2014, la BCE a toutefois fixé son taux directeur près de 0% et s'est engagée dans des programmes d'achat de titres ([PSPP](#), [CSPP](#)) et de refinancement ([TLTRO I](#) et [II](#)), allant ainsi plus loin que la Fed en matière d'assouplissement monétaire.

La divergence apparaît donc pleinement depuis Mai 2014. Alors que la Fed reconsidère sa politique monétaire accommodante dans un contexte de consolidation de la croissance américaine, la BCE est contrainte de poursuivre sa politique ultra-accommodante dans une Europe en proie à un manque d'inflation.

Les canaux par lesquels ces politiques se transmettent à l'économie la Zone Euro sont de deux ordres. D'une part la politique monétaire plus restrictive aux Etats-Unis et accommodante en Europe entraîne une baisse de l'euro par rapport au dollar. D'autre part le prix des actifs augmente sous l'effet des achats de la BCE. Si les objectifs d'amélioration de la compétitivité et de valorisation boursière peuvent se comprendre, les craintes de certains économistes portent toutefois sur les « débordements des politiques monétaires » et le risque de déstabiliser durablement les économies, notamment via la fuite des capitaux vers les Etats-Unis où les taux d'intérêt deviennent plus attractifs, préviennent les économistes de l'Ofce.

**OFCE**

## ***Le débat sur une hausse des taux de la Fed s'intensifie aux Etats-Unis***

Par LC le 16/08/2016

***Alors que les statistiques de l'inflation et des ventes de détail éloignent le risque d'un durcissement du loyer de l'argent outre-Atlantique, William Dudley croit "possible" une telle hausse dès septembre***

Le débat sur une éventuelle hausse des taux dès septembre aux Etats-Unis s'est intensifié, mardi, après une série de statistiques contradictoires.

Le département du travail a révélé que les prix à la consommation sont restés inchangés en juillet dans le contexte d'une baisse du prix de l'essence pour la première fois en cinq mois. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a eu tendance à ralentir le mois passé.

Le département du Travail a fait état d'une stabilité de l'indice CPI le mois dernier, après deux mois de hausse de 0,2%. Sur un an, les prix à la consommation ont augmenté de 0,8% après +1%

en juin. Hors énergie et produits alimentaires, ses composantes les plus volatiles, l'inflation ressort à 0,1% par rapport à juin, après +0,2% sur chacun des trois mois précédents. En rythme annuel, l'inflation a cru de 2,2% après +2,3% en juin.

Venant après la publication, le 12 août, de ventes au détail pour juillet inférieures aux attentes, le ralentissement de l'inflation annoncé ce mardi pourrait conduire certains investisseurs à revoir en baisse leurs anticipations d'évolution des taux directeurs cette année.

A contrario, William Dudley, le président de l'antenne régionale de la banque centrale américaine à New York, a estimé « possible » un resserrement du loyer de l'argent dès septembre. Lors d'une interview à la chaîne de télévision Fox Business Network, il a souligné que le marché du travail est en train de se tendre et les preuves d'une hausse des salaires se multiplient.

La Fed s'est fixé un objectif d'inflation de 2% et utilise comme référence un indice inchangé à 1,6% depuis mars. A ce stade, les investisseurs estiment la probabilité d'une hausse de taux à seulement 12% lors de sa réunion des 20 et 21 septembre et à 38% en décembre, après l'élection présidentielle du 8 novembre aux Etats-Unis, selon le baromètre FedWatch de CME Group.

Mais selon William Dudley "nous nous rapprochons du moment où il sera approprié, selon moi, de relever de nouveau les taux d'intérêt", a-t-il affirmé, avant d'ajouter : "je crois possible" une hausse des taux à l'issue de la réunion de politique monétaire de septembre. "Nous devons étudier l'évolution des indicateurs", a-t-il poursuivi.

Deux statistiques ont accredité les propos de William Dudley, mardi.

D'une part les mises en chantier ont augmenté de manière inattendue en juillet aux Etats-Unis (+2,1% à 1,2 millions d'unités en rythme annualisé) en raison d'une progression généralisée de l'activité du secteur de la construction, a annoncé, le département du Commerce.

Cette hausse, un pic depuis février, conforte le scénario d'un rebond de la construction résidentielle après la contraction du deuxième trimestre. Les permis de construire ont pour leur part reculé de 0,1% en juillet à 1,15 million en rythme annualisé.

D'autre part la production industrielle aux Etats-Unis a été plus dynamique que prévu en juillet avec une progression de 0,7%, selon la Réserve fédérale. La production manufacturière, en particulier, a augmenté de 0,5%, sa plus forte hausse depuis un an. Le rebond de la production industrielle en juin, de 0,4%, a été moins vigoureux que ne le donnait à penser la première estimation, de 0,6%.

## Le FMI défend l'efficacité des taux négatifs en zone euro

Par Bastien Bouchaud le 12/08/2016 L'AGEFI Quotidien / Edition de 7H

*Les économistes du Fonds considèrent toutefois que de plus amples baisses de taux risquent de se révéler contre-productives.*

Les taux d'intérêt négatifs ont contribué à baisser les coûts de financement bancaire en zone euro. Cela ne devrait pas faire changer d'avis Mark Carney, fermement [opposé](#) à la mise en place de taux négatifs au Royaume-Uni. Mais [l'étude](#) de deux économistes du Fonds monétaire international (FMI), Andy Jobst et Huidan Lin, publiée hier semble confirmer les analyses positives de la Banque centrale européenne sur cette politique mise en place en juin 2014. «*Les taux d'intérêts négatifs ont jusqu'à présent eu un effet positif sur l'économie, participant à une baisse des coûts de financement bancaire et à une augmentation de la valeur des actifs*», jugent les deux auteurs. Concernant la principale critique adressée à la politique défendue par Mario Draghi, ils ajoutent que «*les craintes concernant l'effet néfaste sur la rentabilité des banques ne sont pas pour le moment concrétisées*».

### ***Croissance modeste du crédit***

En premier lieu, en amenant le taux d'intérêt en territoire négatif, la BCE a abaissé le taux d'intérêt réel, *«réduisant le coût de l'endettement pour les banques comme pour leurs clients»*, contribuant ainsi à *«une croissance modeste du crédit – favorable à la croissance économique et à l'inflation»*. Les deux économistes du département européen du FMI notent deux autres bénéfices de l'introduction de taux négatifs: l'efficacité renforcée du recalibrage des portefeuilles d'actifs liés à la recherche de rendements et *«l'amélioration de la capacité de signalement de la BCE»*.

Dans une publication également diffusée hier, Andy Jobst et Huidan Lin expliquent par ailleurs que les banques ont réussi à limiter en partie l'impact des taux d'intérêts négatifs sur leur rentabilité via des réductions de coûts, une augmentation des volumes de prêts et une augmentation des frais fixes et des commissions. Ils observent toutefois *«qu'il y a clairement des limites à de telles mesures»*. De plus, si l'impact sur la marge nette d'intérêt des banques est pour le moment modeste, il *«pourrait augmenter de manière non linéaire»* si d'autres baisses de taux devaient advenir.

La conclusion des deux auteurs, qui semble [partagée](#) par la BCE, est *«qu'à l'avenir, la BCE pourrait devoir compter davantage sur les rachats d'actifs»*, notant par ailleurs que des baisses supplémentaires du taux d'intérêt n'augmenteraient pas forcément l'univers d'actifs éligibles au QE. L'étude pointe néanmoins qu'un système de taux différenciés sur les réserves excessives tel que pratiqué par la BNS *«pourrait théoriquement tolérer de plus amples baisses de taux»*.

[www.agefi.fr](http://www.agefi.fr)