

CHAPITRE 11 - LA POLITIQUE MONÉTAIRE : LE CAS DE LA BCE

→ Introduction : Quelques problèmes (cf. voir le cours de l'offre de monnaie).

• **Politique monétaire** : ensemble des décisions et des actions mises en œuvre par les **autorités monétaires** (la banque centrale) afin d'atteindre un certain nombre **d'objectifs** dans le domaine **financier et monétaire**.

Rq : Monnaie et finance sont difficiles à dissocier.

Enjeux :

- La notion de politique monétaire évoque l'idée d'une maîtrise des conditions **d'offre de la monnaie**.

- Or, la création monétaire est **principalement à l'initiative des banques**.

I- Les objectifs d'une Politique Monétaire

A. Des possibilités multiples :

- **Soutien à la croissance économique** (et/ou à l'emploi)

Ex : la FED a la défense de l'emploi dans ses statuts.

- **Taux d'intérêt faibles**. But : soutien à la croissance économique

- **Contrôle de la progression des prix** : le grand objectif des PM.

- **Défense du taux de change**

Rq : la BCE n'a pas pour objectif la défense du taux de change de l'Euro, la FED pour le dollar oui.

>>> *Objectifs financiers, monétaires et macroéconomiques.*

→ En ce qui concernent les bulles financières : faut-il les faire éclater ? (par exemple par une hausse des taux d'intérêt) ?

Rappel : **Bulle financière** = **augmentation des prix des actifs financiers** => inflation.

• Une cause possible de la formation d'une bulle : **la fourniture d'abondante liquidité/crédits** aux agents financiers.

Donc pour éclater cette bulle, il faudrait faire l'inverse : augmenter les taux d'intérêt.

- 1929 : la hausse des taux d'intérêt est-elle responsable du krach ? En effet, la FED avait monté les taux d'intérêt après le jeudi noir.

Hausse des taux : les prêts sont plus difficiles à obtenir, ceux qui doivent rembourser doivent rembourser d'avantage etc. Effet boule de neige > les difficultés des banques augmentent.

1929 : mauvaise gestion de la PM pour certains économistes.

- **Mishkin** : Non, **il ne faut pas essayer de les faire éclater**.

→ La PM doit elle agir concernant les questions de liquidité du marché monétaire (interbancaire) ?

- Oui, puisque les **banques sont les principales émettrices de monnaie**.

En pratique, le oui l'emporte.

- Non, car il faut **dissocier PM et gestion des liquidités** : les problèmes des liquidités interbancaires par exemple entre BNP et le Crédit Agricole ne concernent pas la BCE.

Rappel : les marchés financiers englobent :

- Le marché monétaire
- « la Bourse »
- Le marché des taux de change
- Le marché des matières premières

B. Un trait commun aux PM des 1980-2000

• **Priorité à la lutte contre l'inflation...**

Justification : « Inflation targeting is a framework for monetary policy characterized by the public announcement of official quantitative targets (or target ranges) for the inflation rate over one or more time horizons, and by explicit acknowledgement that stable inflation is monetary policy's primary long-run goal. »

Bernanke (Président de la FED), Laubach, Mishkin, Posen (1999)

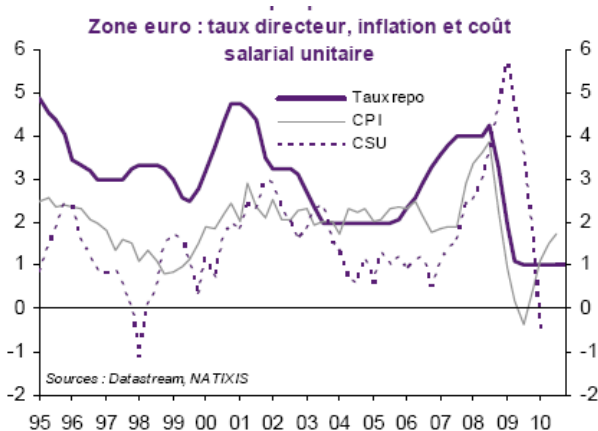
• .. qui prend le contrepied des PM keynésiennes (1945-1979) et adopte un **cadre de marchés concurrentiels "purs" et ouverts** (sur l'étranger) :

→ Dans la poursuite de ses objectifs, l'Eurosystème « (...) agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte, où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources ». TCE

• ... qui est **associée ou non à d'autres objectifs** :

→ Réserve Fédérale (1913, 1977 Act) : « "to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates." »

• BCE : **stabilité des prix et ensuite**, « 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 »



• La critique contre la BCE : une obsession du contrôle de l'évolution des salaires, considérée comme facteur déterminant de l'inflation (la 'spirale prix-salaires-prix')

taux directeur = violet,

Inflation : gris

Coût salarial unitaire : pointillé violet.

>>> Corrélation entre les taux directeurs de la BCE, l'indice des prix et le coût salarial.

C. L'ancrage nominal :

« **Utilisation d'une grandeur nominale** (par exemple le taux d'inflation ou la masse monétaire) **pour arrimer le niveau général des prix, afin d'assurer sa stabilité** » (Mishkin)

Exemple avec la BCE :

Le Taux d'inflation (mesuré par IPCH) < 2%

Prévisions BCE : IPCH 3,4 %/3,6 % (2008), 2,3 %/2,9 % (2009). Que faire ? Utiliser des instruments.

II- Les instruments/indicateurs d'une PM

A) Hiérarchie des objectifs :

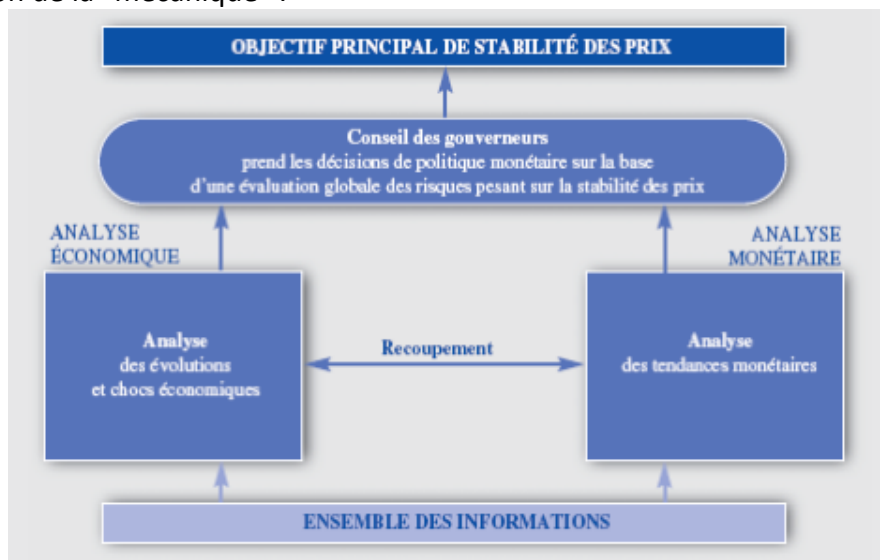
- Objectif final : **la stabilité des prix** (définie plus haut)
- Objectifs intermédiaires : en Europe, **deux piliers** :
 - 1) **Indicateurs de masse monétaire** (M3) avec l'hypothèse que la monnaie est considérée comme "neutre" : elle s'ajuste naturellement à la hausse des prix. Donc **si je veux influencer la hausse des prix, j'agis sur la monnaie.**

Rq : Monnaie neutre = toute la monnaie se déverse en moyen de paiement et attise l'inflation.

Objectifs de progression de la masse monétaire : $4,5\% = (2\% \text{ (inflation)} + 2,5\% \text{ (PIB)})$ mais revue chaque année.

2) Indicateurs économiques et financiers

Représentation de la "mécanique" :



- Analyse économique = évolutions et chocs économiques
- Analyse monétaire = tendances par rapport aux banques

- Le calcul de la **valeur de référence** (= **croissance de M3**) se fait ainsi :

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Avec variations :

- de la croissance monétaire (ΔM),
- de l'inflation (ΔP),
- du PIB en volume (ΔYR)
- et de la vitesse de circulation de la monnaie (ΔV). Relativement constante.

B. Les instruments de PM :

1) Les instruments de contrôle direct dit quantitatif, abandonnés dans les années 1980 (en France).

Rq : Ce contrôle quantitatif refait surface avec la crise.

- **« Encadrement du crédit »** : Contrôle de la progression annuelle de M3 du volume de crédits octroyés par les banques. On ne voulait pas que l'encours de crédit au temps T+1 soit supérieur de 9% à l'encours de l'année T0

→ Sanction : constitution de réserves obligatoires (RO) supplémentaires (d'où besoins additionnels en monnaie centrale).

- **« Crédits bonifiés ou administrés »** : taux d'intérêts inférieurs à ceux du marché (ex : crédit au logement). Par exemple, plus de 50% des crédits sous l'ère Bérégovoy échappaient aux règles du marché et étaient bonifiés.

2) Instruments de contrôle indirect = modalité d'intervention de la BCE

- Objectif : **influencer le volume de liquidité bancaire en circulation.**

- Moyen : **pilotage des taux d'intérêt** (appelés taux directeurs = fixés par la BC)
 - Augmenter le taux d'intérêt, but : diminuer l'octroi de crédits des banques
 - Baisse : en principe, stimuler la demande de crédits/monnaie.

Principaux instruments : cf. infra

« Les opérations d'open market » = toutes les **opérations exécutées à l'initiative de la banque centrale sur le marché monétaire**, en général inférieures à 1 an. Principales modalités :

1) Les opérations principales de refinancement OPR : **prêts consentis en échange de garanties** (ou de collatéraux) destinées à fournir des liquidités de manière régulière (durée : 1 semaine, fréquence : hebdomadaire)

Rq : La BC est moins exigeante sur la nature des garanties qu'on lui présente.

2) Opérations de refinancement à plus long terme : destinées à **fournir des liquidités** (durée : 3 mois, fréquence : mensuelle)

- 3ème forme, Opérations de cession temporaire : **achat d'actif dans le cadre d'un accord de pension** (durée limitée et fixée à l'avance)

2 catégories de prêts :

- souple niveau garantie, volume plus important mais avec un taux directeur plafond haut élevé.

- plus rigide et plus léger en volume, avec taux directeur plancher faible.

« Les facilités permanentes » : La BCE

- **fournit et retire des liquidités au jour le jour** : selon le niveau du marché interbancaire, critique ou non.

- **détermine une limite supérieure et inférieure pour le taux d'intérêt du marché** (Eonia et Euribor) (marché interbancaire, sur lequel elle intervient mais ne participe pas, au jour le jour).

1) **Les facilités marginales** (contre actifs éligibles) : tx d'intérêt des facilités marginales > Taux du marché monétaire EONIA.

2) **Les facilités de dépôts** : tx d'intérêt des facilités de dépôts < Taux du marché monétaire = comme bénéfique, son volume est limité

Puisque le volume de facilités n'est pas limité, fm et fd plafond et plancher du taux au j/j

Rappel : plusieurs taux

à LT : Obligations Assimilables du Trésor OAT et Bons Du Trésor BDT.

à CT : interbancaire ou du marché monétaire : EONIA et EURIBOR

à l'initiative de BC : directeurs plafond et plancher

NB : Les taux directeurs de la BCE encadrent l'EONIA et l'EURIBOR.

« Réserves obligatoires » : **obligation de constituer des dépôts sur des comptes ouverts sur les livres des banques centrales nationales**

Objectifs :

- accentuer le besoin structurel de liquidité bancaire

- **Rendre + ou – coûteux le crédit octroyé par les banques** (par action sur le taux de RO)

Calcul : assiette des réserves (éléments du passif bancaire soumis à RO) multiplié par le taux de RO.

RO évaluées en moyenne mensuelle des soldes journaliers. Elles sont rémunérées (\approx Taux de refinancement)

3) Faire face à la crise financière :

4 décembre 2008 - Décisions de politique monétaire de la BCE

« Lors de la réunion qui s'est tenue ce jour à Bruxelles, le Conseil des gouverneurs de la BCE a pris les décisions de politique monétaire suivantes.

- Le taux d'intérêt appliqué aux opérations principales de refinancement de l'Eurosystème est abaissé de 75 points de base, à 2,50 %, à partir de l'opération devant être réglée le 10 décembre 2008.

- Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est réduit de 75 points de base, à 3 %, avec effet au 10 décembre 2008.

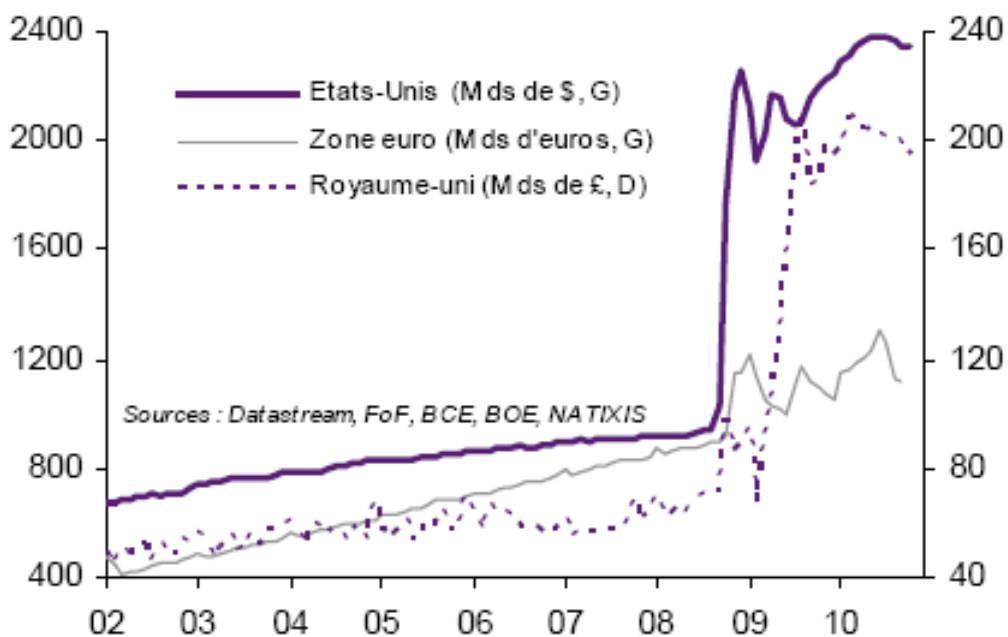
- Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est abaissé de 75 points de base, à 2 %, à compter du 10 décembre 2008 ».

- Il existe donc une hiérarchie des trois taux :

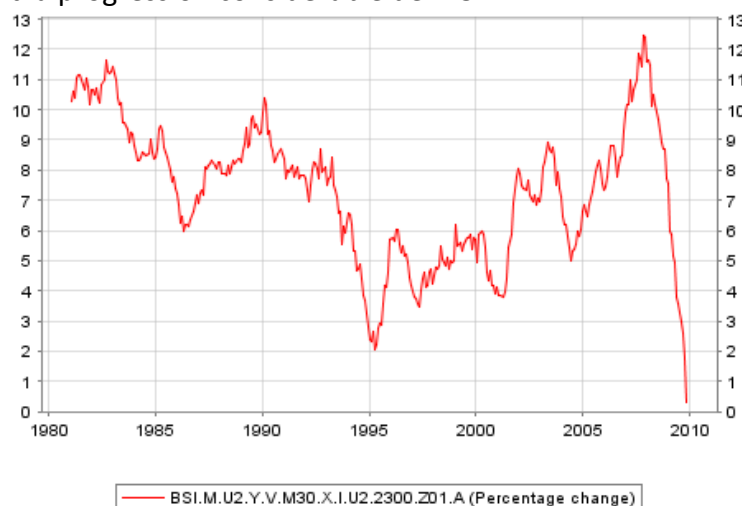
- 1) taux de facilité de dépôt
- 2) taux de facilité de prêt marginal
- 3) taux des opérations principales de refinancement (infra)

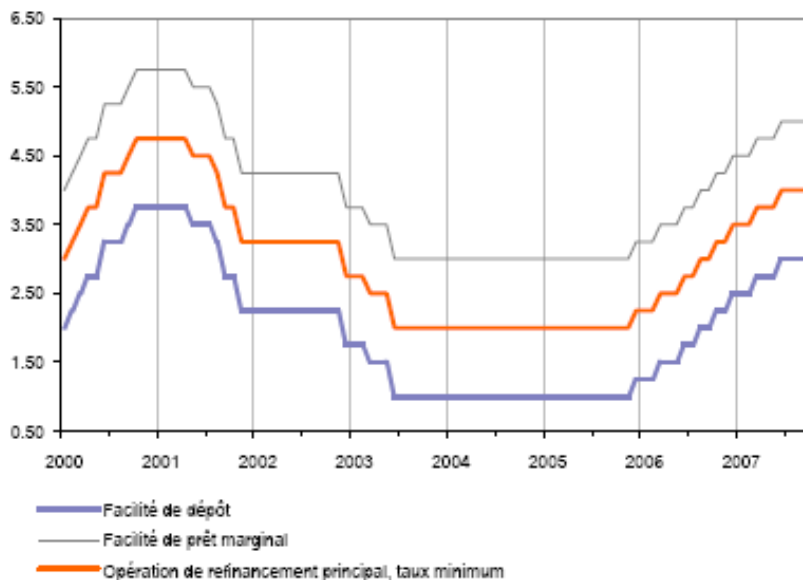
Idée : la BCE baisse massivement ses taux avec la crise. But : fournir des liquidités pour les banques afin d'éviter qu'elles deviennent insolubles.

Une augmentation considérable de la base monétaire par création de 'liquidités' par les B.C



Et la progression considérable de M3





dépôt = plancher
marginal = plafond

• **Les instruments non conventionnels, non habituels de PM, utilisés dans la crise :**

- Augmenter massivement la **quantité de monnaie en circulation** dans l'économie. On parle alors de "**quantitative easing**" (assouplissement quantitatif) = planche à billet !
- Agir sur la pente de **la courbe des taux** en s'engageant sur la trajectoire future des taux directeurs de façon à orienter les anticipations des agents ;
- Débloquer **les marchés de crédit** en **achetant directement des titres sur ces marchés** afin de peser sur les primes de risque. On parle dans ce cas de "credit easing" (assouplissement des conditions de crédit).

>>> intervention sur des marchés qui lui était plus ou moins interdits.

Exemples :

La Banque du Japon (BoJ) achète des actions, celles des banques et celles des entreprises détenues par les banques.

La Réserve fédérale américaine (Fed) achète des billets de trésorerie et les dettes émises par les agences de refinancement hypothécaire = les sociétés de caisse d'épargne.

La Banque d'Angleterre (BoE) achète la dette à court terme des entreprises et bientôt des titres du Trésor.

La Banque nationale Suisse (BNS) émet des certificats de dette pour financer le rachat des actifs toxiques.

>>> Ces interventions posent un problème théorique : **les confits d'intérêt de la BC**

C. Les conflits d'objectifs des Banques Centrales (Artus, 15/10/2010) :

1) Objectifs

- éviter la **déflation**

- éviter les **défauts des Etats**, en achetant des dettes souveraines, ce qui sert aussi à faire baisser les taux d'intérêt à long terme

- **financer directement les banques** qui ont perdu l'accès aux marchés financiers

• Les conflits d'objectifs :

- **Irréversibilité des politiques monétaires très expansionnistes**, donc l'impossibilité pour les Banques Centrales de réduire ultérieurement la liquidité = **la BCE → formation de bulle financière due à l'injection massive de liquidité.**

- La baisse des taux d'intérêt par intervention des B.C. **affaiblit l'instrument essentiel** (les tx directeurs).

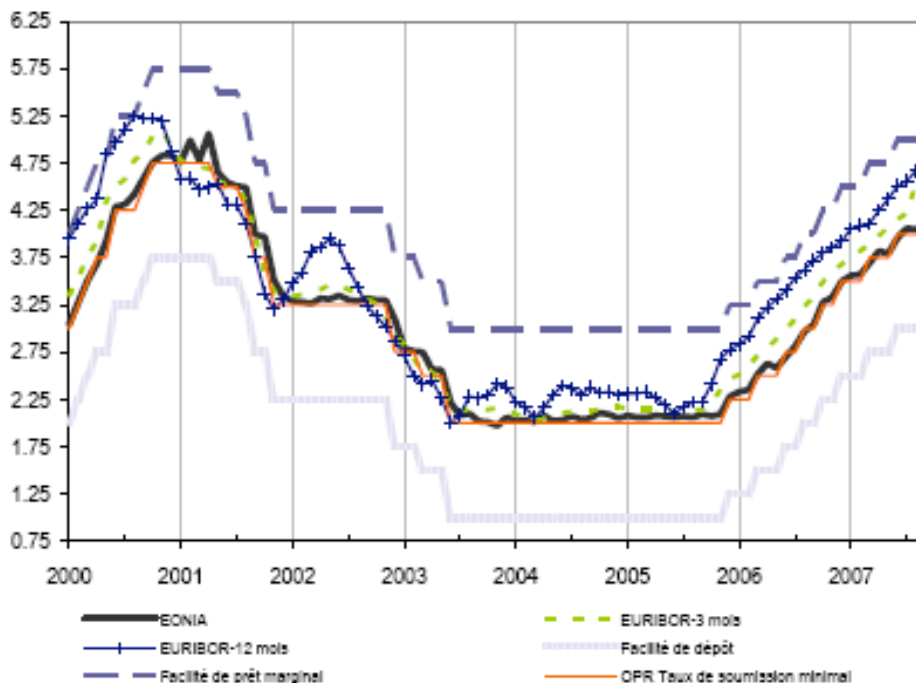
- Les BC demeurent-elles **indépendantes des gouvernements** ? Si elles achètent des BdT...

• Les taux d'intérêt de la BCE influencent les taux des marchés interbancaires :

- **EONIA** (Euro Overnight Index Average) : **taux de référence effectif au jour le jour pour l'euro**, calculé sous la forme d'une moyenne pondérée de l'ensemble des transactions de prêt au jour le jour non sécurisées sur le marché interbancaire qui sont initiées au sein de la zone euro par le panel de banques participantes

- **EURIBOR** (Euro InterBank Offered Rate) : taux auquel **les dépôts à terme interbancaires en euros sont proposés d'une banque d'excellente qualité à une autre banque d'excellente qualité.**

>>> *LA BCE fixe le taux minimal (facilité de dépôt) en dessous des taux interbancaires (EONIA et EURIBOR), et le taux maximal (facilité de prêt marginal) au-dessus des taux interbancaires.*



2) Le choix des instruments :

- Dans une **économie d'endettement** (fortement intermédiée) : **encadrement du crédit + Ro** peuvent être efficaces !
- Dans une **économie de marchés financiers** : interventions en **open market** (directes sur les MM) plus fréquentes

4) La règle de Taylor (1993)

Objectif : **permettre une évaluation de la PM** en tenant compte de l'inflation et des performances économiques

Moyen : fournit une valeur de référence pour les taux d'intérêt (i)

La BC doit fixer un (in) nominal= valeur d'équilibre de i (i réel d'équilibre, ir)

>>> **Vérification : peu convaincante**

III- La présentation du bilan de la BCE

Objectif : montrer le **lien entre la BCE (l'Eurosystème) et le système bancaire.**

Le montant net des liquidités fournies par la BCE correspond aux besoins de liquidité des banques qui résulte de :

a) **facteurs 'autonomes'** (car ne résultant pas de la politique monétaire) :

Billets en circulation

+ dépôts des Admin.publiques

– réserves de change (un excédent d'achats de devises par les banques

diminue leur liquidité bancaire et inversement en cas d'excédent de cession de devises à la Banque centrale)

b) **Réserves** (obligatoires et excédentaires) **des établissements de crédits** (également appelés avoirs en comptes courants)

La création de liquidité nette par la BCE : 552 G€ (sept.oct 2010)

- Le bilan de l'Eurosystème se présente ainsi :

Actif : postes décrivant la fourniture de liquidités :

– concours aux établissements de crédit

– facilité de prêt marginal

– réserves nettes de change (avoirs en devises détenues par la BCE – engagements en devises de la BCE)

Passif : reflète les engagements de l'eurosystème (ES) :

– Avoirs des établissements de crédit en compte courant (contrepartie des « concours... »)

– Facilités de dépôt (contrepartie des « facilités »)

– Billets en circulation émis par l'ES à la demande des banques

– Dépôts des administrations publiques (solde en compte courant des Trésors publics)

– Autres facteurs (net) (ajustement résiduel)