



# LA POLITIQUE MONÉTAIRE

**Didier Quinet  
Laurent Dicale**

**Mercredi 26 avril 2017**

1

# LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

2



Le nouveau siège social de la BCE, à Francfort. *Crédits photo : Michael Probst/AP*

## **La Banque Centrale Européenne – B.C.E.**

- Située à Francfort
- Instituée le 1<sup>er</sup> juin 1998, elle exerce pleinement ses fonctions depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999
- Ses organes de direction sont :
  - ❖ Le Conseil des gouverneurs :
    - Principal organe de décision de la BCE ;
    - 6 membres du Directoire + gouverneurs des 19 BCN de la zone euro ;
    - Président : Mario DRAGHI.
  - ❖ Le Directoire :
    - Président et vice-président de la BCE ;
    - 4 membres nommés par le Conseil Européen
  - ❖ Le Conseil Général
    - Président et vice-président de la BCE ;
    - gouverneurs des 28 BCN de l'Union Européenne.

## La Banque Central Européenne – B.C.E.

### Eurosysteme =

Banque Centrale Européenne (BCE)

+ banques centrales nationales des  
19 pays de la zone euro

Derniers pays entrants : la Lettonie le 1<sup>er</sup>  
janvier 2014 et la Lituanie en janvier 2015.

## Les 19 pays de la zone euro

- Pays de la zone euro
- Pays hors zone euro mais membres de l'UE

**LUX.** Pays entrés dans la zone euro **en 1999**

**2009** Pays entrés **après 1999**



## La Banque Central Européenne – B.C.E.

Eurosystème =

Banque Centrale Européenne (BCE)

+ banques centrales nationales des 19 pays de la zone euro.

### Systeme européen de banques centrales (SEBC)

Banque Centrale Européenne (BCE)

+ banques centrales nationales (BCN) de l'ensemble des 28 États membres de l'Union européenne,

Autrement dit, le SEBC intègre également les banques centrales nationales des États membres de l'Union européenne qui n'ont pas encore adopté l'€uro; soit le Danemark, le Royaume-Uni, la Suède et 6 des 13 États qui ont rejoint l'Union européenne depuis mai 2004.



## La Banque Centrale Européenne – B.C.E. – ses objectifs

- « *L'objectif principal du SEBC (...) est de maintenir la stabilité des prix* » (article 127-1 du traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne).
- Cet article poursuit ainsi : « *Sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union.* »

## La Banque Centrale Européenne – B.C.E. – ses missions fondamentales

- La BCE définit et met en œuvre la **politique monétaire** de la zone euro,
- Avec comme objectif principal d'assurer la *stabilité des prix* = *veiller que l'indice des prix sur un an harmonisé (IPCH) soit inférieur à, mais proche de 2 % sur le moyen terme.*
- Elle conduit les opérations de change ;
- Elle détient et gère les réserves de change des pays participants ;
- Elle promeut le bon fonctionnement des systèmes de paiement.
- La BCE assume des missions spécifiques ayant trait au contrôle prudentiel des établissements de crédit établis dans les États membres participants. La BCE s'acquitte de ses missions dans le cadre du Mécanisme de Surveillance Unique (M.S.U.) composé d'elle-même et des autorités compétentes nationales

## La Banque Centrale Européenne – B.C.E. – ses autres missions

- Billets de banque ;
- Statistiques ;
- Stabilité et surveillance du système financier ;
- Coopération internationale et européenne.

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE

« C'est l'ensemble des moyens mis en œuvre par un Etat ou une autorité monétaire pour agir sur l'activité économique par la régulation de sa monnaie »

Le soutien à un niveau d'emploi élevé et à une croissance durable est subordonné à la réalisation de l'objectif de stabilité des prix qui est le niveau d'inflation inférieur à, mais proche de 2%

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- ✓ Dans les pays de l'Eurosystème, l'adoption de l'euro a conduit à mettre en place une politique monétaire commune qui se caractérise par :
  - ☞ un objectif principal : le maintien de la stabilité des prix ;
  - ☞ une autorité monétaire unique : la Banque Centrale Européenne ;
  - ☞ une politique de taux d'intérêt ;
  - ☞ un refinancement des banques par les banques centrales ;
  - ☞ un système de règlement interbancaire.

## Mise en œuvre **décentralisée** de la politique monétaire

### ➤ Banque centrale Européenne :

- ✓ Fixation des taux d'intérêts par le Conseil des Gouverneurs ;
- ✓ Définition du cadre commun de mise en œuvre de la politique monétaire.

### ➤ Eurosystem = BCE + BCN de la zone euro.

Celles-ci :

- ✓ Tiennent le compte des banques;
- ✓ Mettent en œuvre les opérations de politique monétaire (prêtent aux banques);
- ✓ Mettent en circulation les billets et les pièces.

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE

« C'est l'ensemble des moyens mis en œuvre par un Etat ou une autorité monétaire pour agir sur l'activité économique par la régulation de sa monnaie »

- ✓ On distingue :
- La politique monétaire conventionnelle ;
- La politique monétaire non-conventionnelle.

## **LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE**

- **Les réserves obligatoires ;**
- **Les opérations d'open market ;**
- **Les facilités permanentes.**

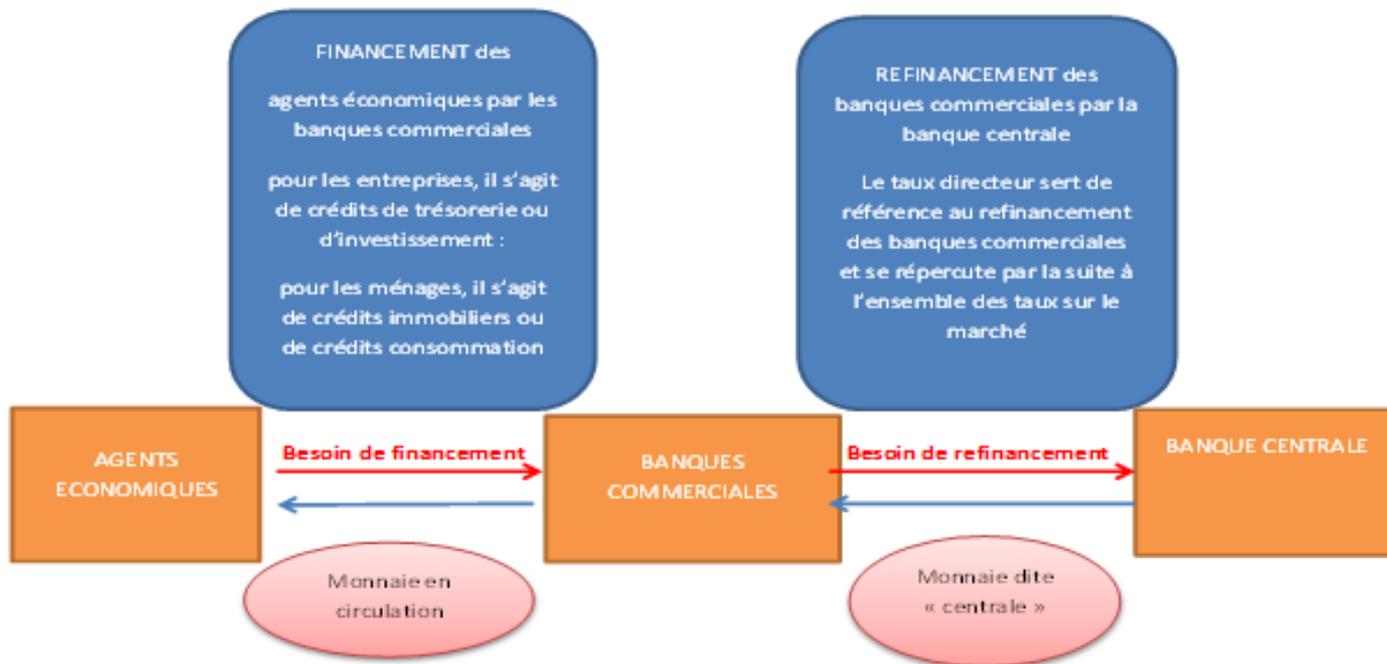
## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

- Les réserves obligatoires = réserves financières que les banques et autres établissements financiers doivent déposer auprès de la banque centrale.
- Elles remplissent deux fonctions principales :
  - Contribution à la stabilisation des taux d'intérêt du marché monétaire ;
  - Elargissement de la monnaie de banque centrale en créant ou accentuant un déficit structurel de liquidité sur le marché.
  - *Instrument peu utilisé par la BCE.*

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

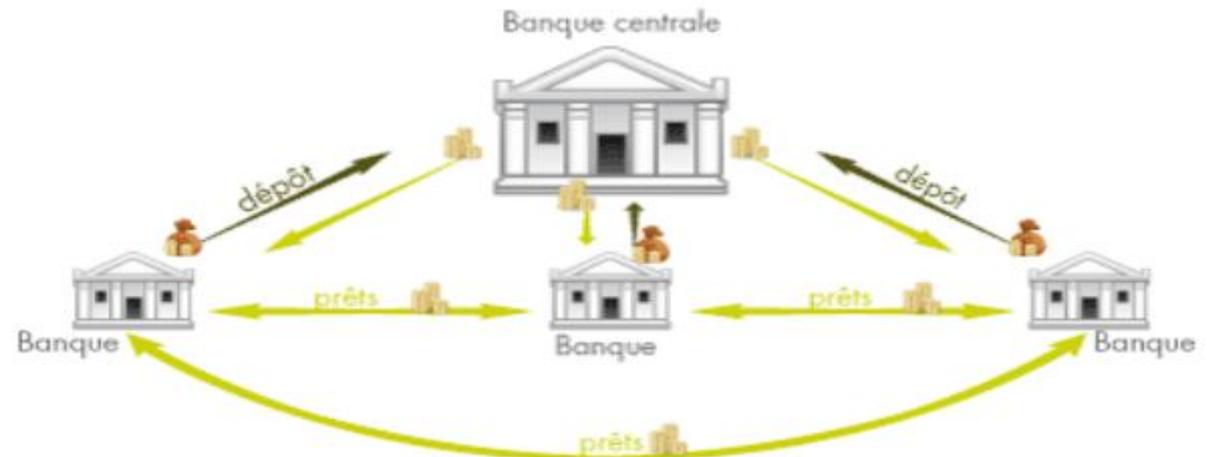
- Les réserves obligatoires ;
- Les opérations d'open-market
- Les facilités permanentes

## LE CIRCUIT DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE



## LE CIRCUIT DE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

- Le **marché interbancaire** est un marché réservé aux banques.
- Elles s'échangent entre elles des actifs financiers à court terme, entre un jour et un an.
- C'est un marché de gré à gré ; cela signifie que les banques traitent et négocient librement entre elles.



Les échanges entre les banques se font au taux du marché interbancaire : le prix de l'argent au jour le jour. Ce prix est calculé en faisant la moyenne des taux pratiqués dans la journée. C'est l'EONIA (Euro Overnight Index Average). Pour les prêts plus longs, on calcule l'**EURIBOR** (Euro Interbank Offered Rate) à différentes échéances (Euribor 1 mois, Euribor 2 mois, jusqu'à Euribor 12 mois).

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

- ✓ Les opérations d'open-market :
- Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire servent de référence aux banques pour fixer les taux d'intérêts des crédits qu'elles accordent à leurs clients ;

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

- Les opérations d'open-market :
  - Gestion fine de la « liquidité bancaire » ;
  - Les opérations principales de refinancement (MRO : Main Refinancing Operations).
  
- *Canal également utilisé pour certaines opérations de politique monétaire non conventionnelles.*

# LA TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE



**Taux directeurs de la Banque Centrale Européenne**

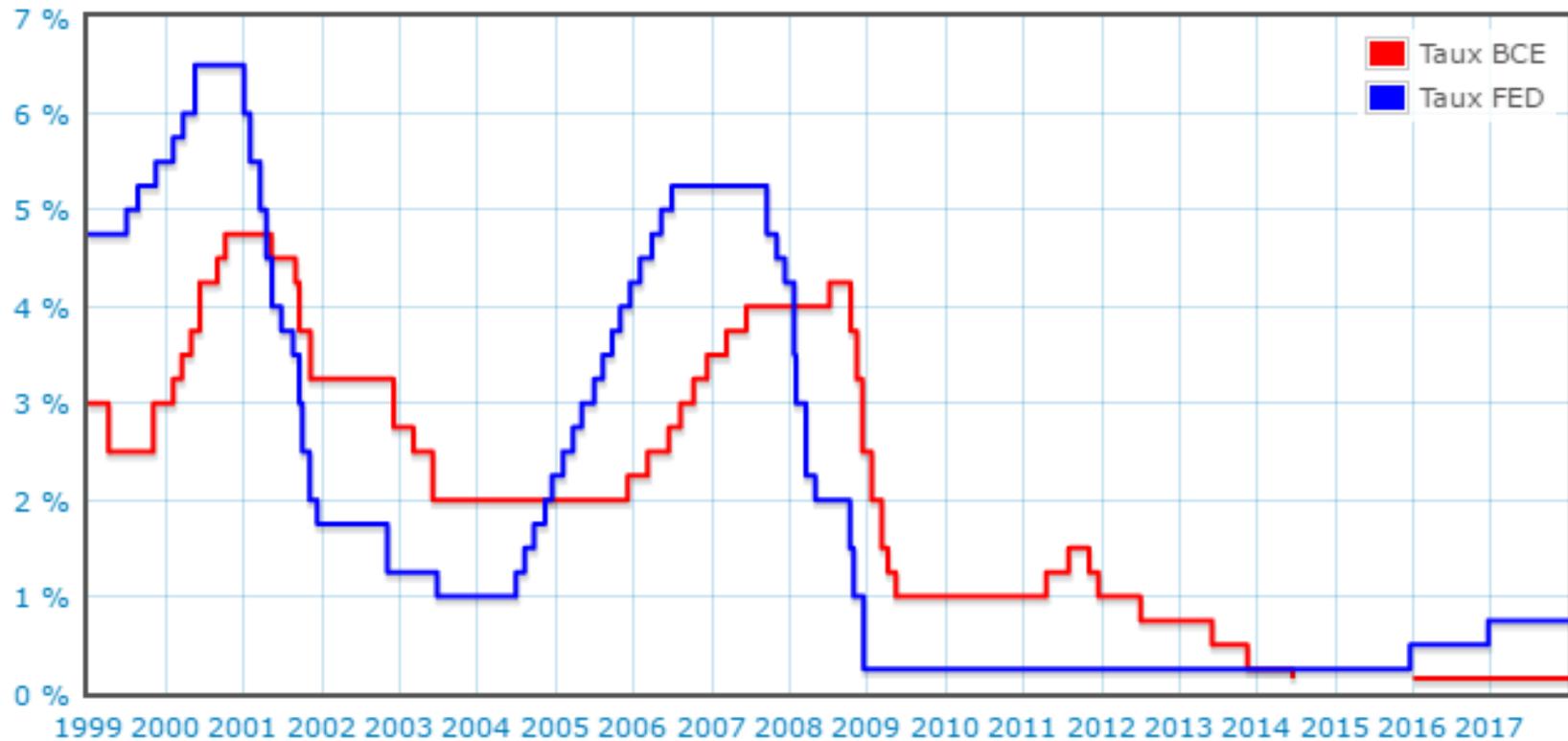
Date de valeur des appels d'offres

Dernière décision du Conseil des Gouverneurs : 9 mars 2017

Prochaine décision du conseil des Gouverneurs : 27 avril 2017

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		

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE



## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

- Les réserves obligatoires ;
- Les opérations d'open market
- Les facilités permanentes

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE : LES FACILITÉS PERMANENTES

- Chaque jour, la BCE ouvre :
  - Un guichet (« facilité ») de prêt ;
  - Un guichet (« facilité ») de dépôt.
  
- *Les taux sont pénalisants.*
- *A utiliser uniquement si pas d'autres choix.*

**Taux directeurs de la Banque Centrale Européenne**

Date de valeur des appels d'offres

Dernière décision du Conseil des Gouverneurs : 9 mars 2017

Prochaine décision du conseil des Gouverneurs : 27 avril 2017

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		

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE

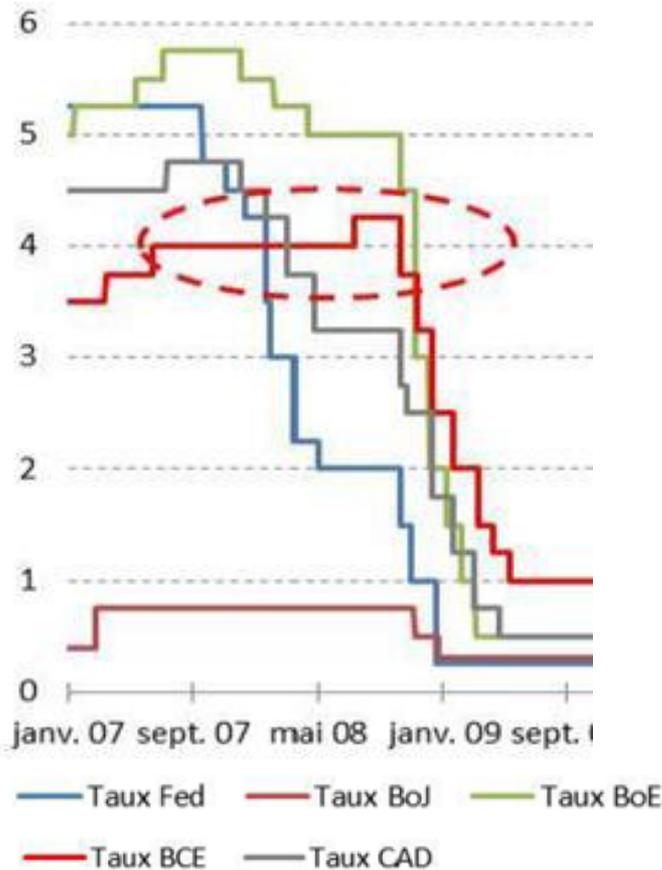
« C'est l'ensemble des moyens mis en œuvre par un Etat ou une autorité monétaire pour agir sur l'activité économique par la régulation de sa monnaie »

On distingue

- La politique monétaire conventionnelle ;

- La politique monétaire non-conventionnelle**

## LES ADAPTATIONS POST-CRISE FINANCIÈRE : LA THÉRAPIE DE CHOC DES BANQUES CENTRALES



- Une baisse très rapide des taux d'intérêts
- Des injections massives de liquidité
- Une coordination entre les grandes banques centrales mondiales

## LES ADAPTATIONS POST-CRISE FINANCIÈRE : LA THÉRAPIE DE CHOC DES BANQUES CENTRALES

- Une baisse très rapide des taux d'intérêts
- **Des injections massives de liquidité**
- Une coordination entre les grandes banques centrales mondiales

# LES ADAPTATIONS POST-CRISE FINANCIÈRE :

## UNE APPROCHE « MULTI-CANAUX »

### POUR ADAPTER LE SYSTÈME AUX CIRCONSTANCES EXCEPTIONNELLES

#### ✓ AVANT

- ☞ Quantité : fixée par la BCE
- ☞ Appels d'offres : taux variables
- ☞ Maturité maximum : 3 mois
- ☞ Devise : €
- ☞ Collatéral : liste restreinte

#### ✓ APRES

- ☞ Quantité : illimitée
- ☞ Appels d'offres : taux fixes
- ☞ Maturité maximum :
  - 1 an (2007 – 2011) ;
  - 3 ans (2011-2014) ;
  - 4 ans (TLTRO) ;
- ☞ Devise : € et \$
- ☞ Collatéral : liste étendue

## LES ADAPTATIONS POST CRISE FINANCIÈRE

### 2010 - 2012: Programme de crise S.M.P. (Security market Programme)

- Objectif : Réduire les tensions sur les taux périphériques
  - Pas de transparence sur les montants cibles ;
  - Titres souverains ; pas de conditionnalité ;
  - Conditionnalité forte (programme FMI ou équivalent).
- 
- ✓ *Grèce : mai 2010 ;*
  - ✓ *Irlande : novembre 2010 ;*
  - ✓ *Portugal : mai 2011 ;*
  - ✓ *Italie et Espagne : août 2011.*

## LES ADAPTATIONS POST CRISE FINANCIÈRE

### Août 2012: Programme de crise O.M.T. (Outright Monetary Transaction)

- Objectif : préserver l'intégrité de la zone euro
- Montant illimité ;
- Titres souverains de tous pays de la zone euro ;
- Conditionnalité forte (programme FMI ou équivalent).
  
- *Jamais utilisé,*
- *Mais toujours en vigueur.*

## LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE



## LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE

Juillet  
2013

**Forward  
guidance**

**Taux négatifs**

**Augmenter l'inflation /  
relancer le crédit**

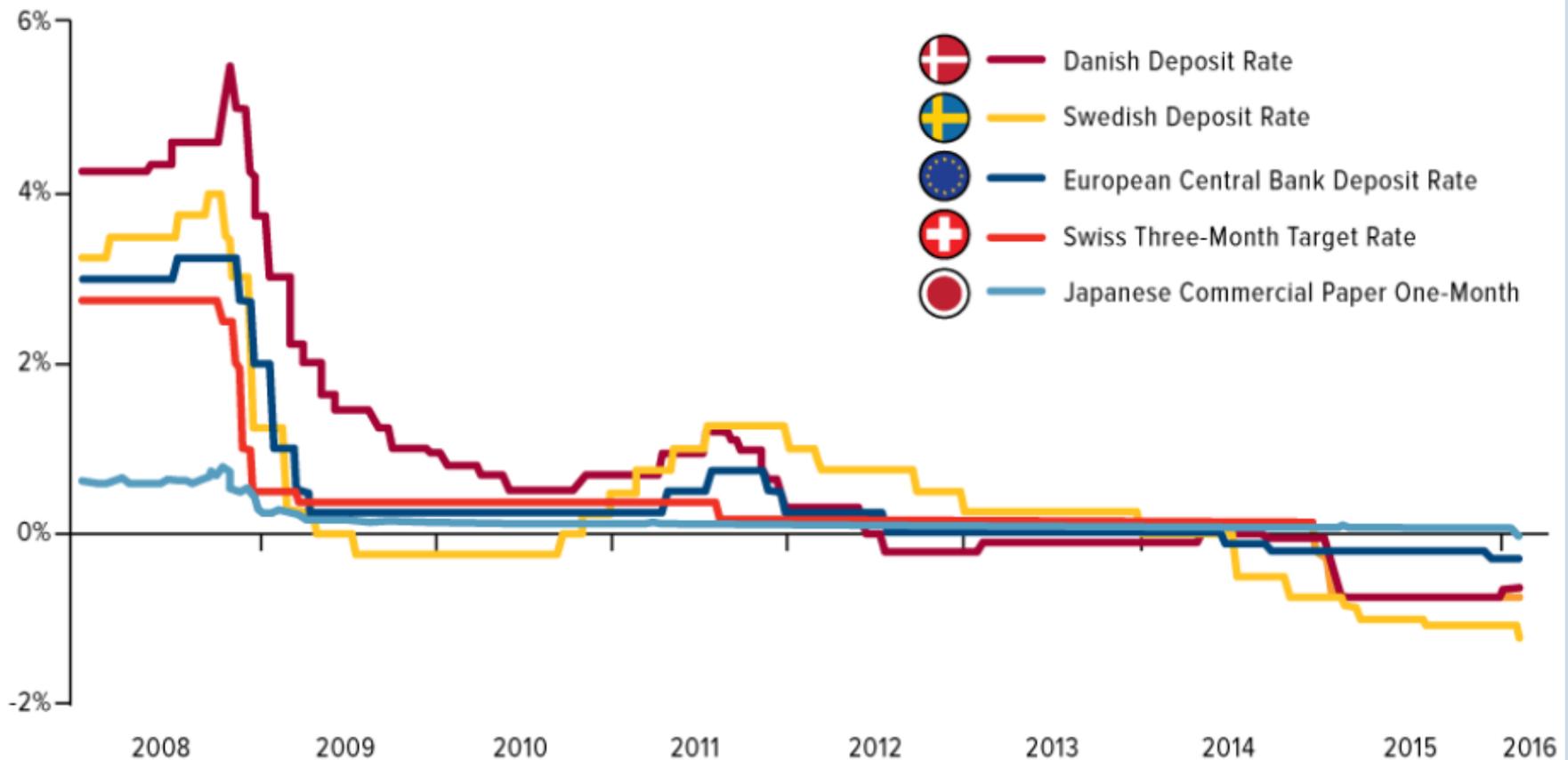
**TLTROs**

**Programmes  
d'achat (« QE »)**

Explication aux marchés  
des évolutions futures des  
taux directeurs

# LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE : LES TAUX NÉGATIFS

Taux directeurs des banques centrales passées en taux négatifs



## LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE : LES TAUX NÉGATIFS

Pour

Favoriser  
l'investissement

Décourager  
l'épargne

Déprécier le taux de  
change

Contre

Peut conduire à un  
surendettement des  
états

Peut entraîner une  
guerre des  
monnaies

Peut diminuer la  
profitabilité des  
banques

Peut encourager la  
thésaurisation de  
billets de banque

## **LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE : TLTRO**

- ✓ Target Long Term Refinancing Operations  
Opérations ciblées de refinancement de long terme
  - ☞ Tous les trimestres d'avril 2014 à juin 2016 ;
  - ☞ Toutes TLTRO à échéance de septembre 2018 ;
  - ☞ Taux de refinancement de 0,10%.
  
- ☞ TLTRO II : tous les trimestres de juin 2016 à mars 2017 ;
- ☞ Toutes TLTRO sur une durée de 4 ans ;
- ☞ Taux de refinancement = taux MRO au moment de l'adjudication voire, sous certaines conditions, à un taux inférieur et dépendant de celui de la facilité de dépôt au moment de l'adjudication.
  
- ☞ Montants empruntés dépendant des encours de crédits accordés aux entreprises non financières et aux ménages (hors immobilier).

# LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE : LES PROGRAMMES D'ACHAT (« QE ») (DEPUIS JANVIER 2015)

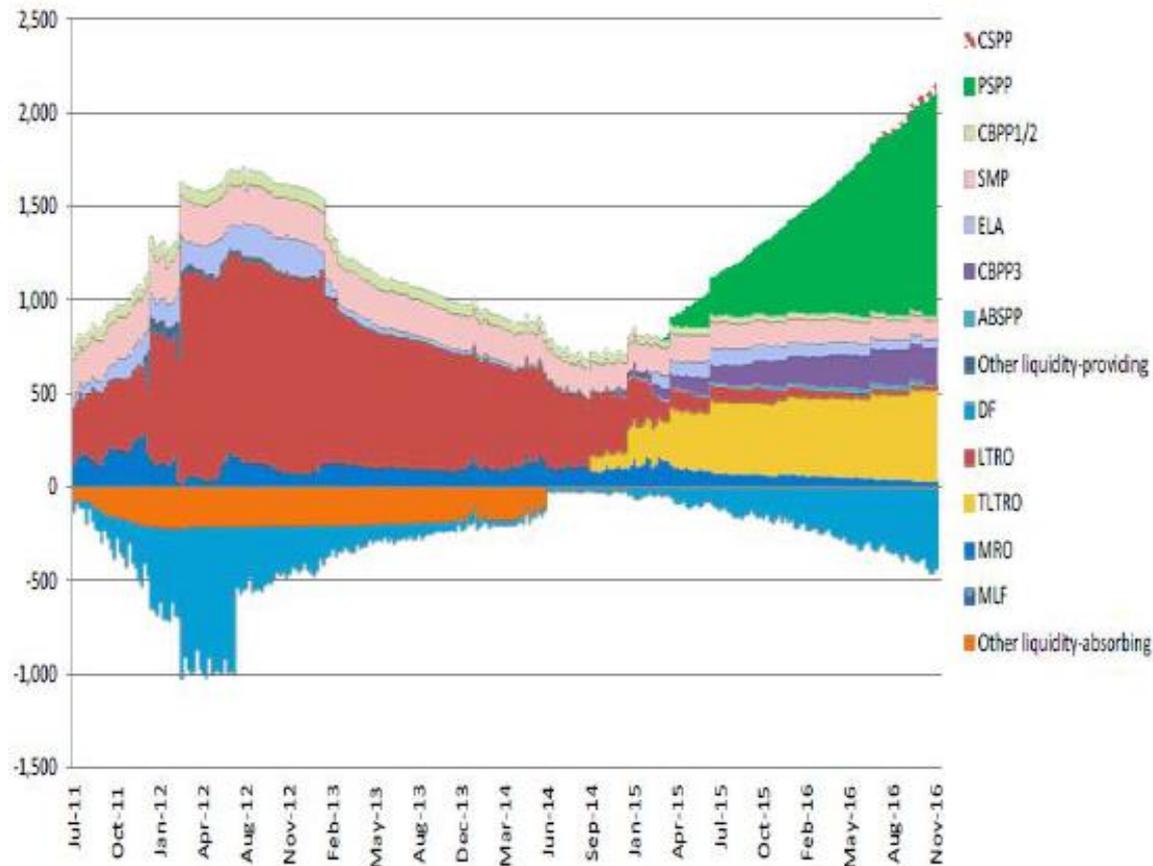
✓ **EAPP** (Extended Asset Purchase Programme) :  
60 puis 80 puis 60 Mds€

☞ **CBPP3** (Covered Bond Purchase Programme)

☞ **ABSPP** (ABS Purchase Programme)

☞ **PSPP** (Public Sector Purchase Programme)

☞ **CSPP** (Corporate Securities Purchase Programme)



# LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE : LES PROGRAMMES D'ACHAT

## ✓ Les objectifs opérationnels :

- Augmenter la quantité de liquidité injectée dans le système bancaire ;
- Amplifier ses effets sur les conditions de prêt/emprunt des agents économiques.

## ✓ Les mécanismes de transmission des interventions sur les marchés visés par les programmes d'achat :

- Effet prix (baisse des taux sur le marché de référence des titres d'Etat ;
- Effet quantité (rééquilibrage de la composition des portefeuilles).

Un excédent de liquidité massif et durable (en Mds€)



## **LA POLITIQUE MONÉTAIRE NON CONVENTIONNELLE : LES GRANDES DATES**

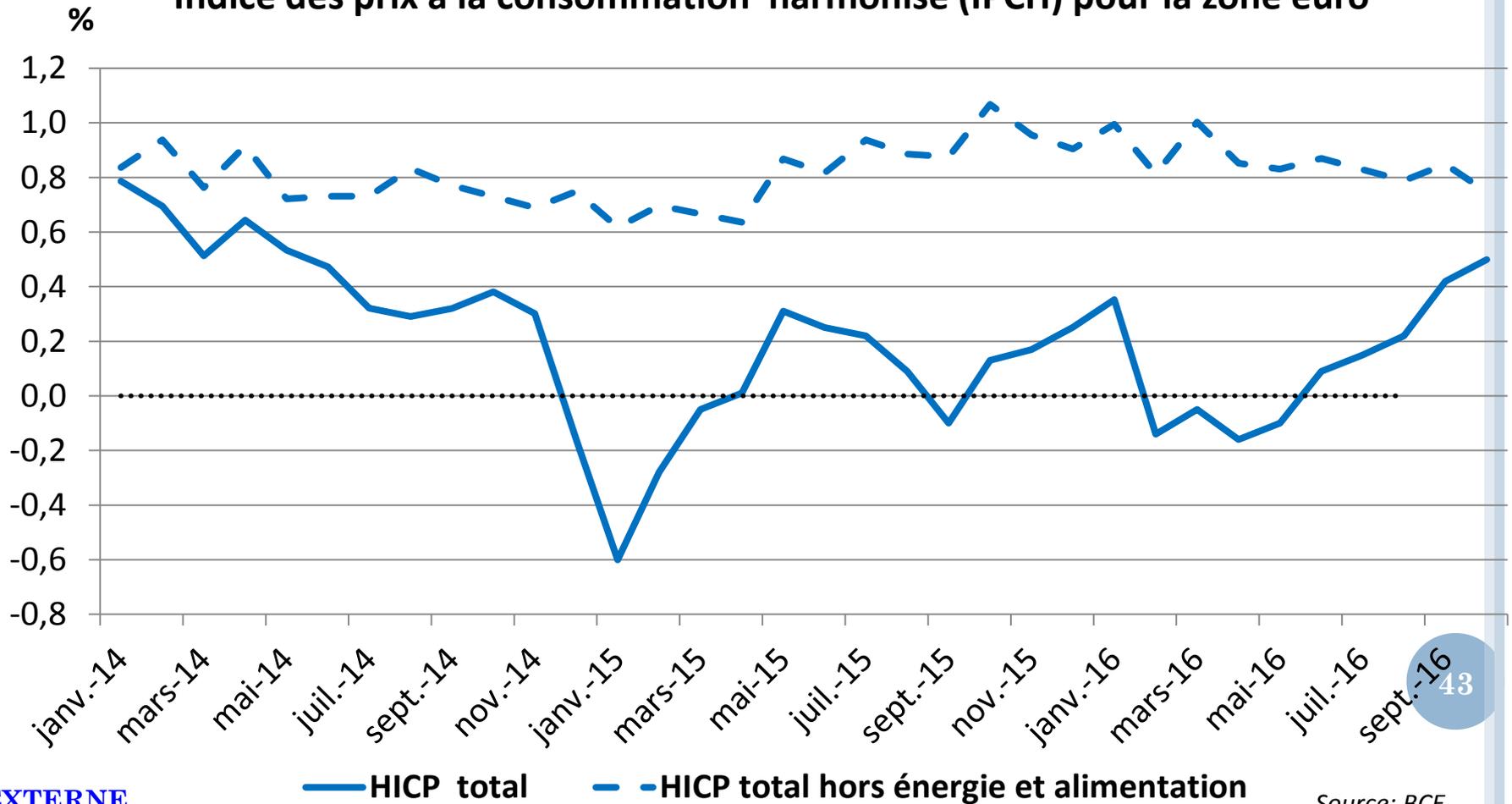
- Déc. 2011 : LTRO (Long Term Refinancing Operation)
- Sept. 2012 : Opérations monétaires sur titres (OMT) - (non utilisées).
- Juillet 2013 : Forward guidance.
- Juin-sept. 2014 : - TLTRO ;  
- Taux négatifs de la facilité de dépôt.
- Janvier 2015 : Asset Purchase Programme : achats mensuels de 60 Mds€ de mars 2015 à sept. 2016 ou au delà si besoin.
- Déc. 2015 : - APP : extension des achats mensuels jusqu'à mars 2017 (et au-delà si nécessaire) et aux titres des administrations locales et régionales ;  
- Taux de la facilité de dépôt réduit à -0,3%.
- Mars 2016 : - Taux des opérations principales de refinancement (MRO) à 0% ;  
- Taux de la facilité de dépôt réduit à -0,4% ;  
- APP : achats mensuels portés à 80 Mds€ ;  
- Obligations bien notées de sociétés non bancaires éligibles à l'APP ;  
- TLTRO 2
- Avril 2017 : APP : achats mensuels ramenés à 60 Mds€

# **POUR QUELS RÉSULTATS ?**

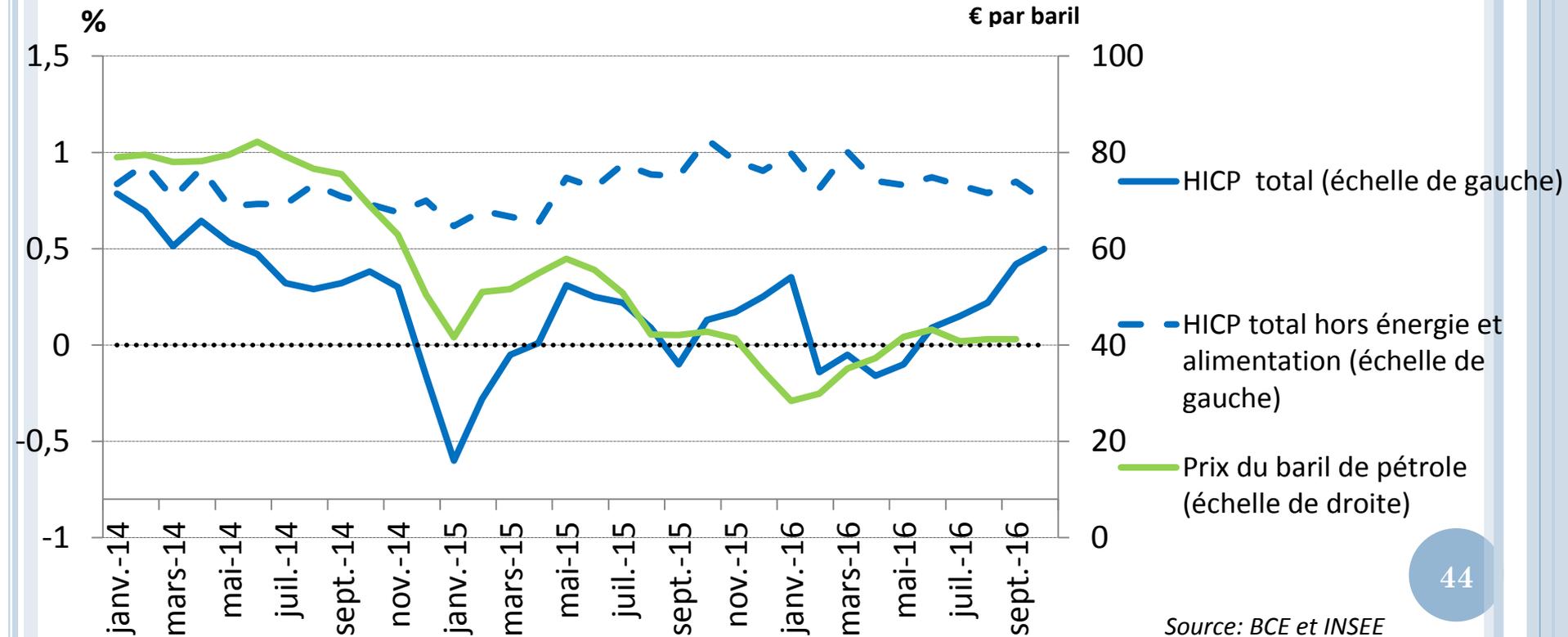
42

# L'INFLATION RESTE TROP BASSE EN ZONE EURO

Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) pour la zone euro

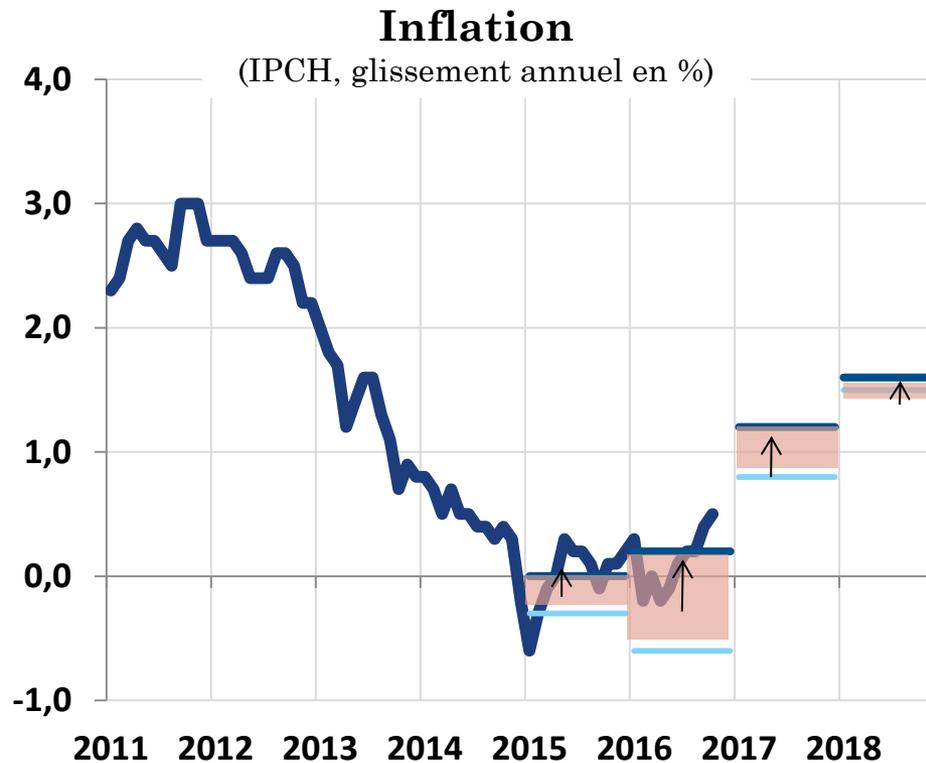


## EN RAISON NOTAMMENT DE NOMBREUSES PRESSIONS DÉFLATIONNISTES (DONT L'ÉVOLUTION DU PRIX DU PÉTROLE)



Source: BCE et INSEE

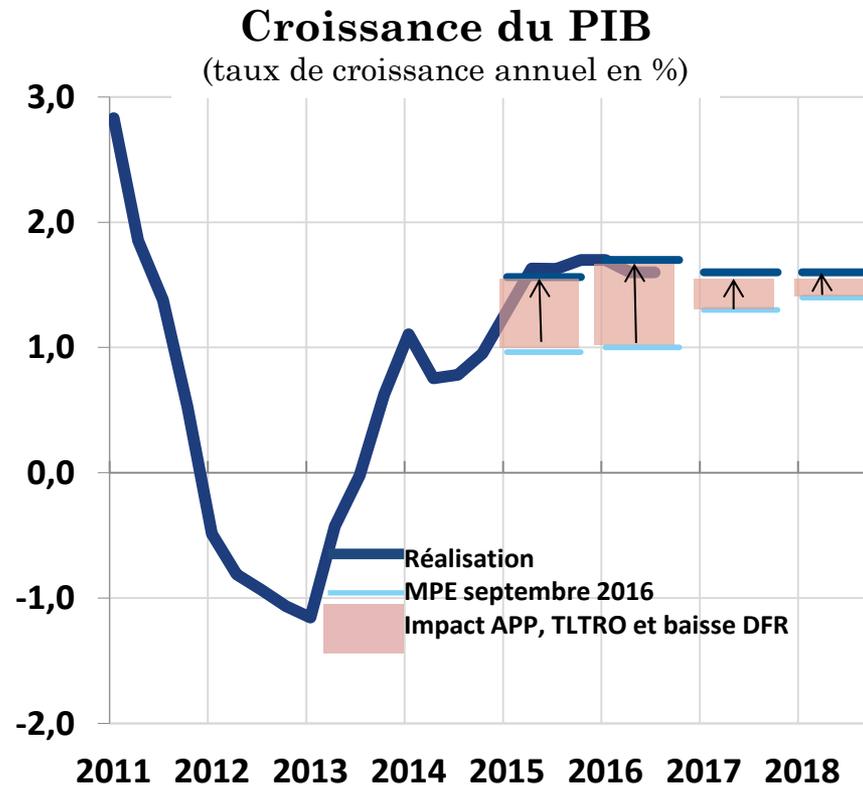
# MALGRÉ L'IMPACT POSITIF DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR L'INFLATION : ENVIRON +0,5 P.P. PAR AN SUR 2015-2018



*Note : les barres bleues représentent les prévisions moyennes sur l'année (MPE septembre) ; en rose : l'impact des mesures non conventionnelles.*

*Source : évaluations Eurosystem.*

## IMPACT POSITIF SUR LA CROISSANCE : CROISSANCE CUMULÉE DU PIB DE PLUS DE 1,5 P.P. SUR 2015-2018

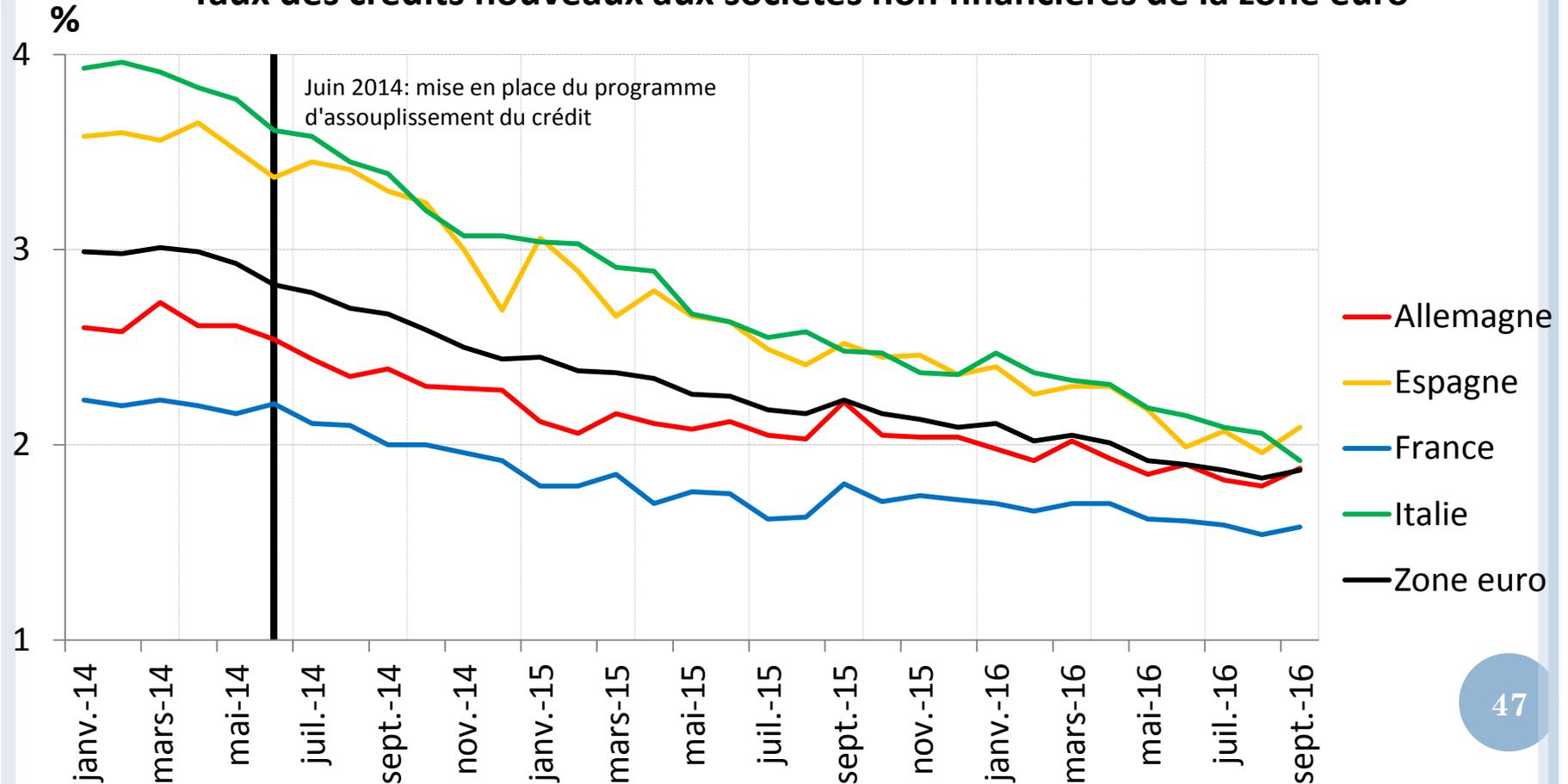


*Note : les barres bleues représentent les prévisions moyennes sur l'année (MPE septembre) ; en rose : l'impact des mesures non conventionnelles.*

*Source : évaluations Eurosysteme.*

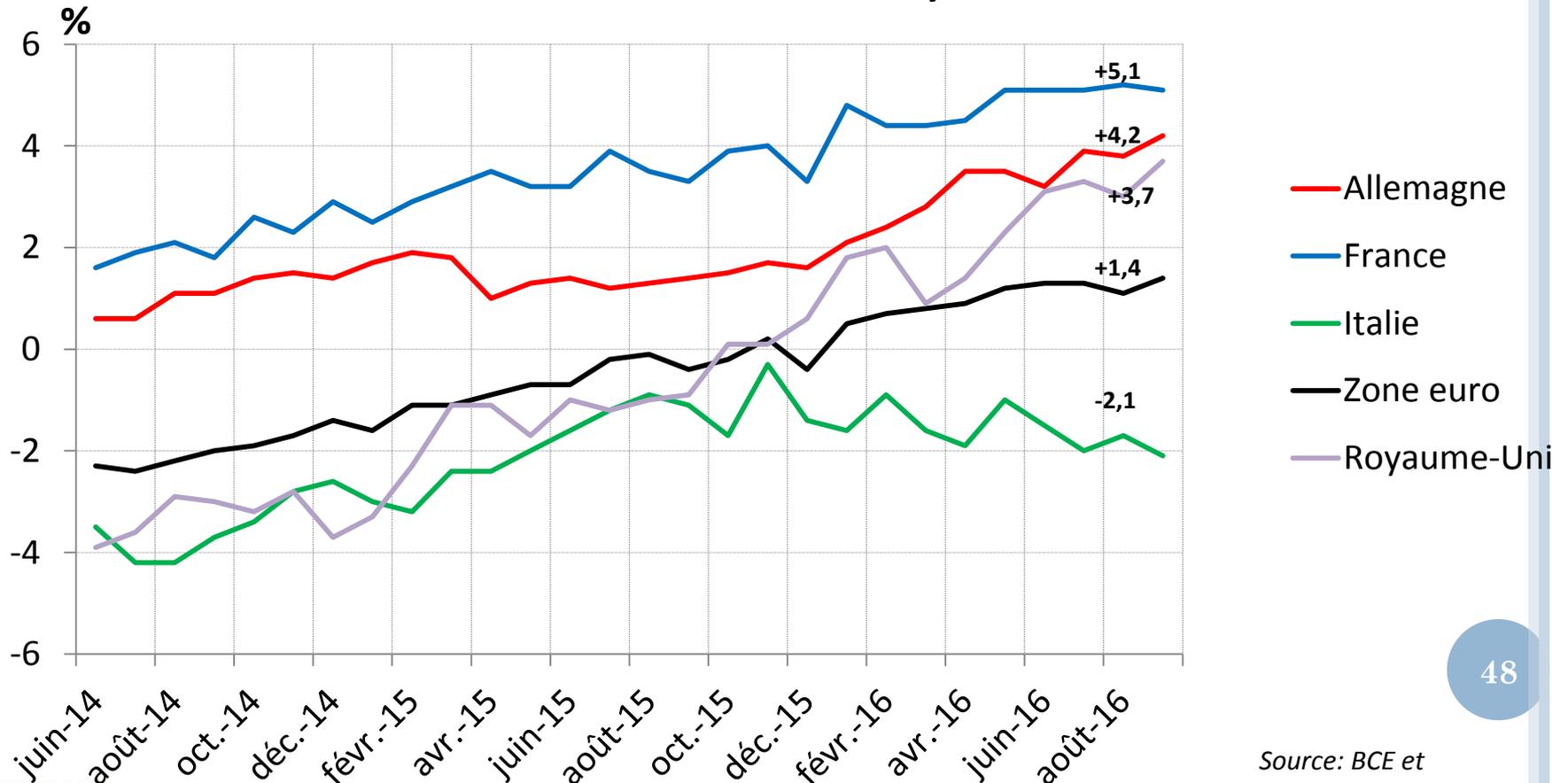
# IMPACT POSITIF AVEC DE MEILLEURES CONDITIONS DE FINANCEMENT

Taux des crédits nouveaux aux sociétés non financières de la zone euro



# IMPACT POSITIF AVEC UNE REPRISE DU CRÉDIT AUX ENTREPRISES

Taux de croissance annuel des crédits aux sociétés non financières  
dans la zone euro et au Royaume-Uni





Merci de votre attention



Nous sommes à votre disposition  
pour échanger et répondre à vos questions