

BANQUE DE FRANCE

# ATELIER LA POLITIQUE MONÉTAIRE

# La politique monétaire

## Sommaire

1

LA POLITIQUE MONÉTAIRE, C'EST QUOI ?

2

LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

3

LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON-CONVENTIONNELLES

# La politique monétaire

C'est quoi ?

La politique monétaire est l'ensemble des moyens mis en œuvre par la banque centrale pour agir sur l'activité économique à travers la régulation (quantité ou prix) de la monnaie.

## Une composante de la politique économique

- La politique monétaire relève de la **banque centrale**
- Les autres composantes sont les politiques budgétaires, fiscales et structurelles qui sont du domaine de l'État.

## Objectif : maintenir la stabilité monétaire

- Éviter l'inflation comme la déflation (objectif de **stabilité des prix**)
- Préserver la **confiance** dans la monnaie

# La politique monétaire

Qu'est ce que la monnaie ?

## Les 3 fonctions de la monnaie

- Unité de compte
- Moyen de règlement
- Réserve de valeur



Théorisées par Aristote en 330 avant JC.

# La politique monétaire

C'est quoi ?

La lutte contre l'inflation : un enjeu fondamental

Allemagne en 1923



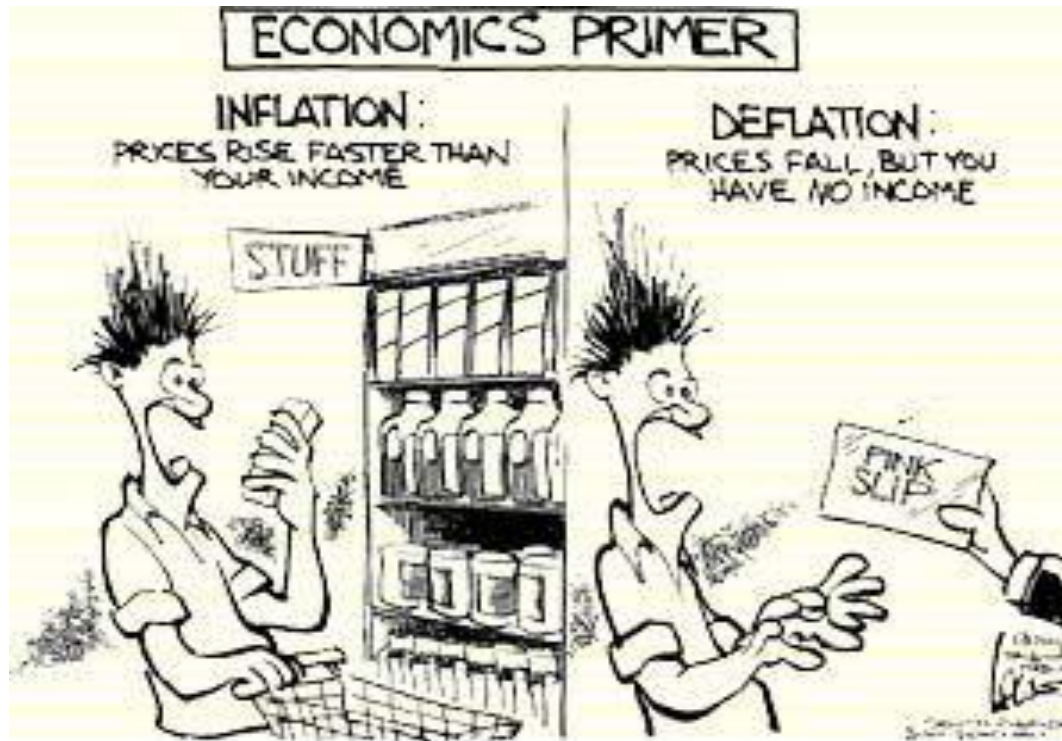
Venezuela en 2018



# La politique monétaire

C'est quoi ?

Tout comme la lutte contre la déflation



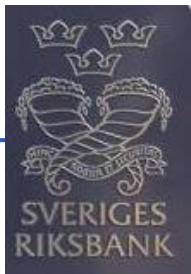
Inflation : les prix augmentent plus vite que votre salaire.

Déflation : les prix chutent mais vous n'avez « pas de salaire ».

# La politique monétaire

## Création des banques centrales

1668



Première  
banque  
centrale : la  
Banque de  
Suède

1694



Banque  
d'Angleterre

1800



Banque de  
France

1913



Réserve  
fédérale des  
États-Unis

1998



Banque  
centrale  
européenne

# La politique monétaire

Débat théorique

## Les débats autour de la politique monétaire

- XIX ème s. : *currency school VS banking school*
- XX ème s. : monétaristes VS keynésiens
- « Faucons » VS « colombes »





# Les principaux acteurs économiques

et leurs fonctions principales



**La banque centrale**  
veille à la stabilité des prix



**Les banques commerciales**  
collectent des fonds du public et prêtent



**Les « marchés financiers »**  
échanges de besoins et de capacités de financement



**L'État**  
missions service public  
investissements, besoins de financement



**Les ménages**  
Travaillent,  
consomment,  
épargnent, empruntent



**Les entreprises**  
produisent,  
investissent, besoins de financement

# La politique monétaire

C'est quoi ?

## Qui est en charge de la politique monétaire ?

- Les banques centrales
- Les banques centrales peuvent avoir d'autres missions

## En zone euro

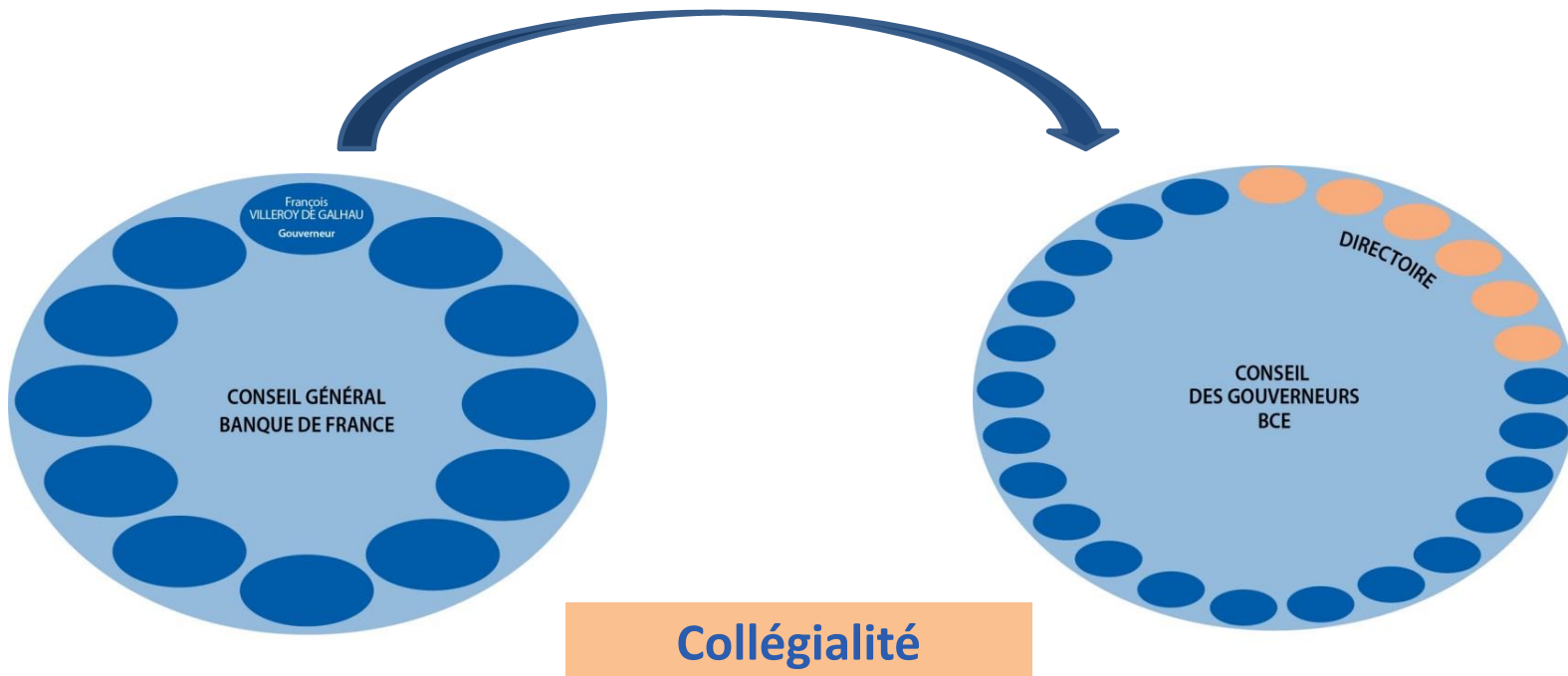
- Politique monétaire **unique**
- L'**Eurosystème** : Banque centrale européenne (**BCE**) + banques centrales nationales des pays de la zone euro (**BCN**)
- Décisions centralisées : le Conseil des gouverneurs de la BCE
- Mise en œuvre décentralisée : les BCN

# La politique monétaire

de la zone euro

## Le Conseil des gouverneurs

- Se réunit **toutes les 6 semaines** à la BCE pour décider de la politique monétaire unique
- Se réunit également par ailleurs pour les questions portant sur les autres missions de banque centrale



# LE MANDAT DU SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES

## CHAPITRE 2

### LA POLITIQUE MONÉTAIRE

#### *Article 127*

(ex-article 105 TCE)

1. L'objectif principal du Système européen de banques centrales, ci-après dénommé "SEBC", 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 l'Union, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union, tels que définis à l'article 3 du traité sur l'Union européenne. Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources et en respectant les principes fixés à l'article 119.

**Traité sur l'Union Européenne, §1, Chapitre 2, Article 127 (Version 2016).**

- Dès 1998, la BCE a donné une définition quantitative de la stabilité des prix, qu'elle a précisée en 2003 : maintenir le taux d'inflation à un niveau inférieur à, mais proche de, 2 % à moyen terme.

# LE MANDAT DU SYSTÈME EUROPÉEN DE BANQUES CENTRALES

## LE FINANCEMENT DES ÉTATS MEMBRES INTERDIT

### *Article 123*

(ex-article 101 TCE)

1. Il est interdit à la Banque centrale européenne et aux banques centrales des États membres, ci-après dénommées "banques centrales nationales", d'accorder des découverts ou tout autre type de crédit aux institutions, organes ou organismes de l'Union, aux administrations centrales, aux autorités régionales ou locales, aux autres autorités publiques, aux autres organismes ou entreprises publics des États membres; l'acquisition directe, auprès d'eux, par la Banque centrale européenne ou les banques centrales nationales, des instruments de leur dette est également interdite.

Traité sur l'Union Européenne, §1, Chapitre 1, Article 123 (Version 2016).

# )) RÉPARTITION DES TACHES ENTRE LA BCE ET LES BCN (1/2)

- La BCE est responsable de la préparation des réunions de politique monétaire. Cependant, chaque BCN produit des **analyses** pouvant être utiles à leur gouverneur lors de leur participation au Conseil des Gouverneurs.
- Les **opérations de politique monétaire** sont coordonnées par la BCE mais elles sont normalement effectuées par les BCN. Forte de la connaissance des marchés bancaire et financiers propres à son pays, chaque banque centrale nationale est en charge de **la mise en oeuvre de la politique monétaire** sur son territoire.
- Les **opérations de réserve de change** sont effectuées par chaque BCN, éventuellement également pour le compte de la BCE.

# )) RÉPARTITION DES TACHES ENTRE LA BCE ET LES BCN (2/2)

- Les BCN sont en charge de la **collecte des statistiques monétaires**, qui sont ensuite regroupées par la BCE.
- Les **tâches opérationnelles** restent du domaine des BCN. Par exemple, les BCN sont en charge de la mise en circulation des pièces et billets de banque, favorisent le bon fonctionnement du système de paiement, et ainsi contribuent à la stabilité du système financier.
- **Coopération internationale.** La BCE est le représentant officiel vis-à-vis des tiers pour des questions liées à l'ensemble de l'Eurosystème. Chaque BCN est le représentant pour des questions liées à la souveraineté nationale (par exemple, adhésion au FMI, BRI).

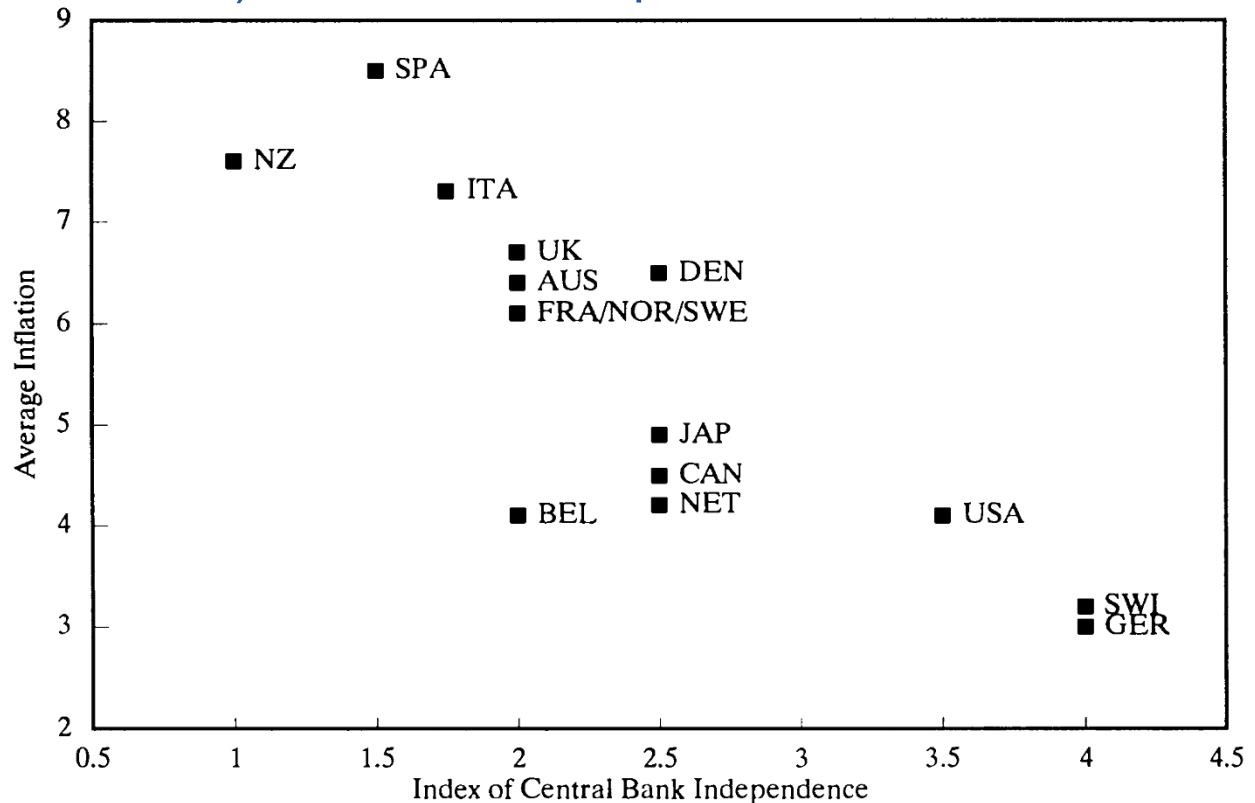
# La politique monétaire

L'indépendance au service de l'efficacité

La crédibilité : un enjeu essentiel

Plus une banque centrale est indépendante vis-à-vis des pouvoirs politiques, plus l'inflation demeure contenue

Taux (%) d'inflation moyen (entre 1955 et 1988) vs Indice d'indépendance



Source : Alesina et Summers (1993).



# La politique monétaire

C'est quoi ?

## Objectif principal : la stabilité des prix

- Maintien du **pouvoir d'achat** et environnement favorable à la **croissance** économique
- Inflation à **moyen terme** « inférieure à mais proche de 2% »

## Outils et instruments des banques centrales

- Outil principal : les **taux directeurs** → refinancement
- Les **réserves obligatoires**
- Outils nouveaux

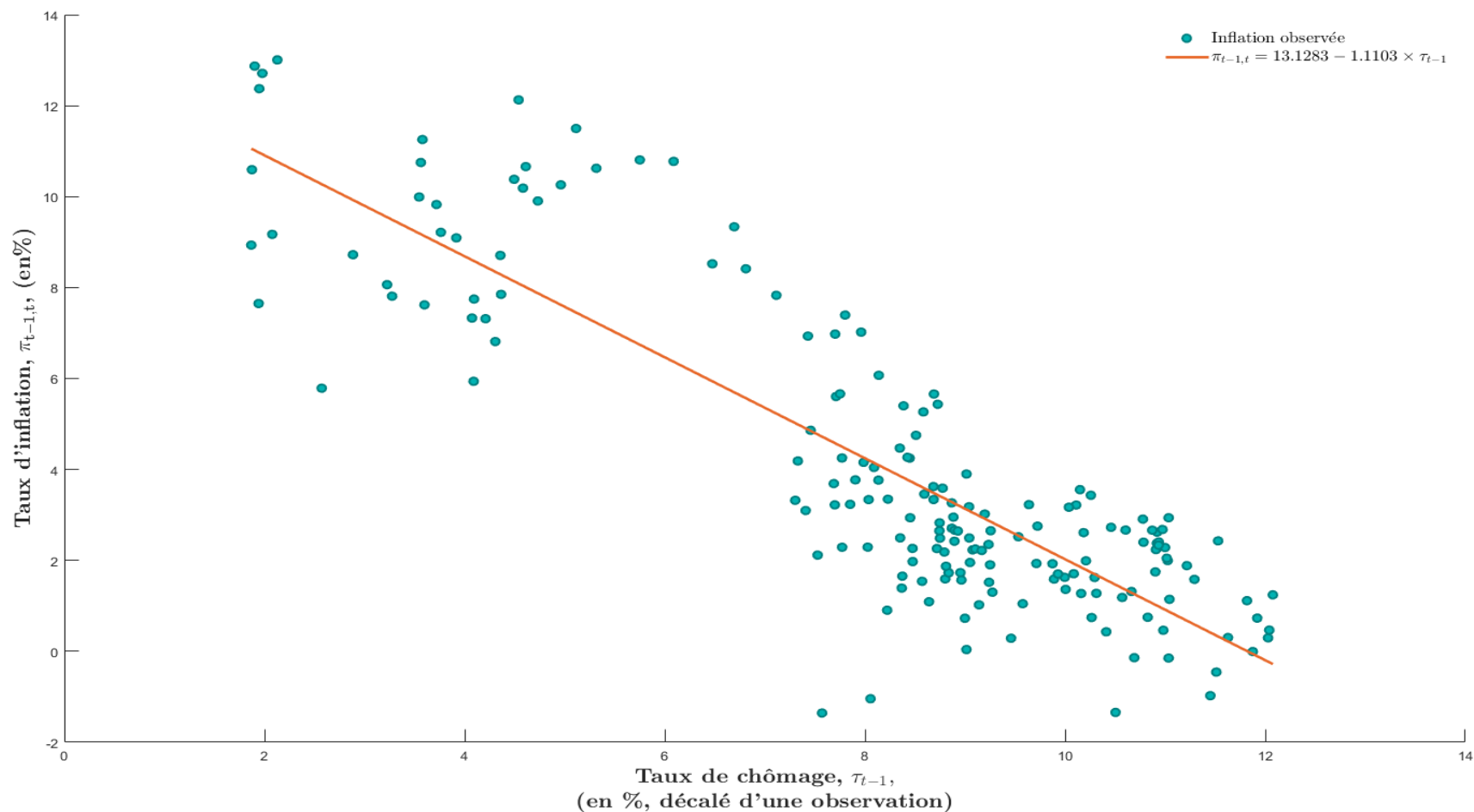


Politique monétaire  
non conventionnelle

Politique  
monétaire  
conventionnelle

# Compromis entre inflation et taux de chômage

## Courbe de Phillips



Source : EABCN. Calculs : Banque de France. Période 1973T1-2017T4.

1

LA POLITIQUE MONÉTAIRE, C'EST QUOI ?

2

LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

3

LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON-CONVENTIONNELLES

# La politique monétaire

conventionnelle

## La monnaie scripturale est créée par les banques commerciales

- Lorsque des ménages ou des entreprises empruntent pour financer leurs activités
- Le montant du crédit est inscrit sur le compte du client : de la monnaie est créée

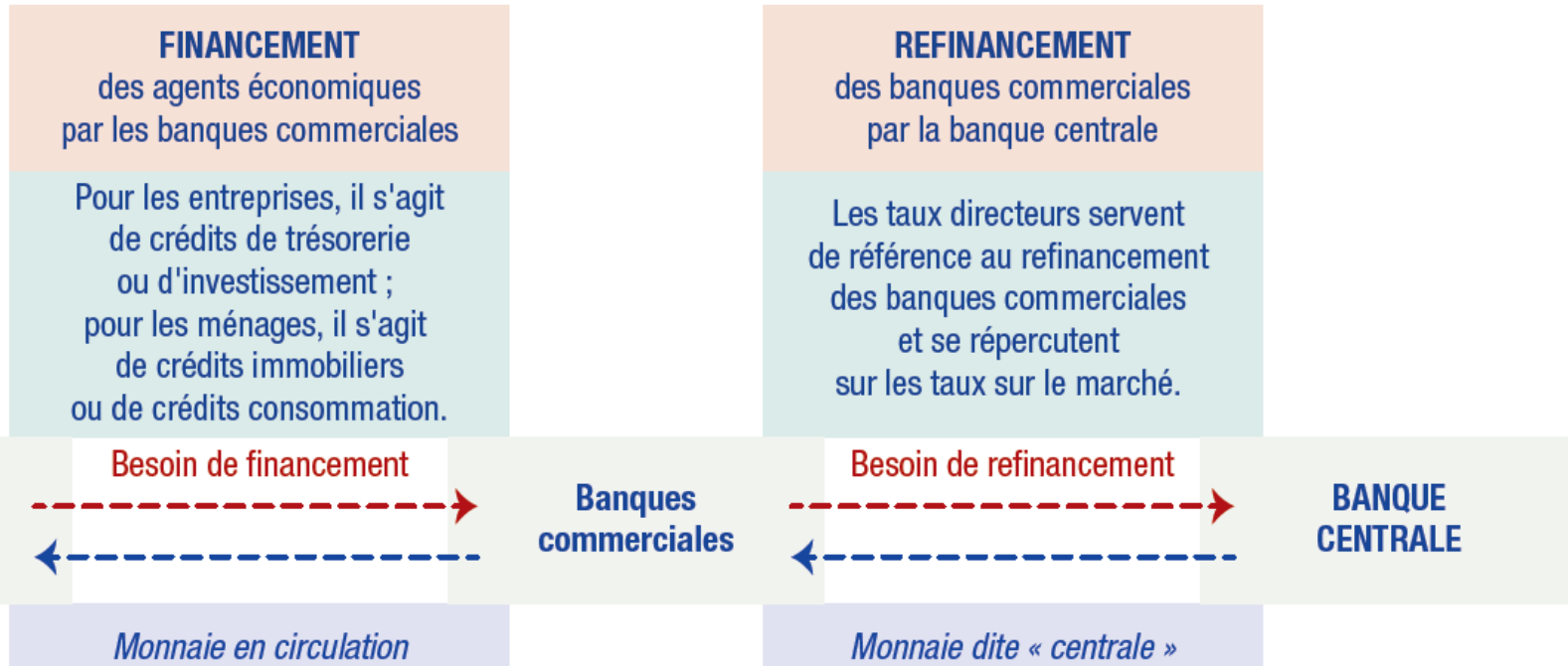
## La banque centrale exerce une influence via ses taux directeurs

- Taux des prêts de la banque centrale aux banques commerciales
- Répercussions sur les taux des crédits aux ménages, aux entreprises, à l'État
- Incidence sur la quantité de monnaie créée et donc sur le niveau des prix

# La politique monétaire

conventionnelle

## La banque centrale dans le circuit économique



# La politique monétaire

conventionnelle

## Le refinancement

- En contrepartie de leurs emprunts auprès de la banque centrale, les banques doivent déposer des actifs financiers en garantie : le « **collatéral** ».
- Critères de qualité du collatéral, par exemple une note satisfaisante attribuée :
  - par les agences de notation (obligations d'État, entreprises cotées en bourse)
  - par la Banque de France (entreprises françaises non cotées en bourse, cotation FIBEN).



**249 milliards d'euros**

Refinancement par an en période de politique monétaire conventionnelle (1999-2007)  
en zone euro

# La politique monétaire

conventionnelle

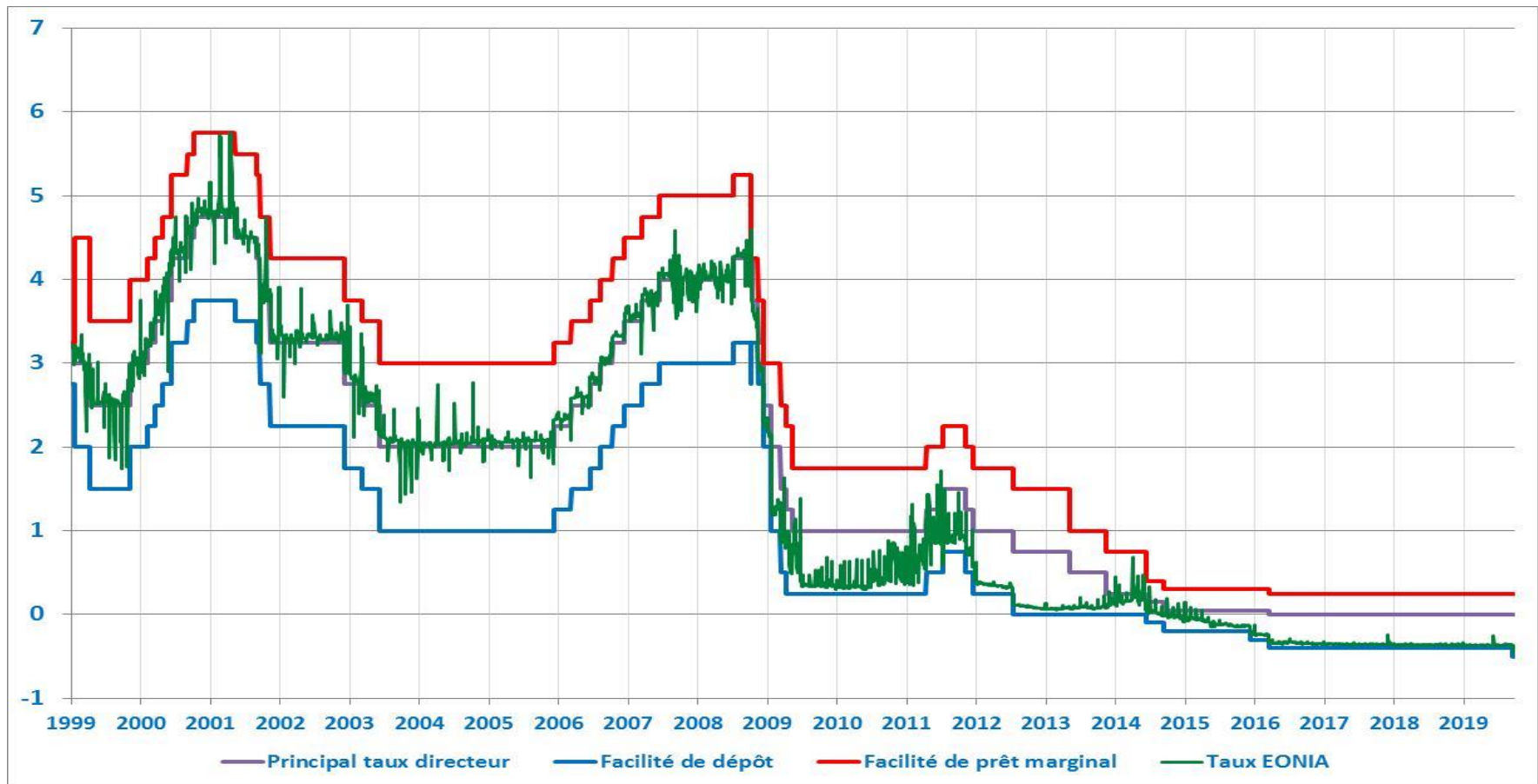
## Taux directeurs et taux interbancaire

- Emprunt à la banque centrale :
  - pour une semaine : taux des **opérations principales de refinancement**
  - pour 24h : taux (plus élevé) de la **facilité de prêt marginal**
- Dépôt à la banque centrale pour 24h : taux (plus faible) de la **facilité de dépôt**
- Emprunt ou prêt sur le marché interbancaire :
  - Un taux à 24 h s'établit selon le jeu de l'offre et de la demande
  - En zone euro, il s'agit du taux **EONIA / €STR**

# La politique monétaire conventionnelle

## Le pilotage des taux à court terme

L'EONIA s'établit dans un **corridor**, entre le taux de la facilité de dépôt (taux « plancher ») et le taux de la facilité de prêt marginal (taux « plafond »)

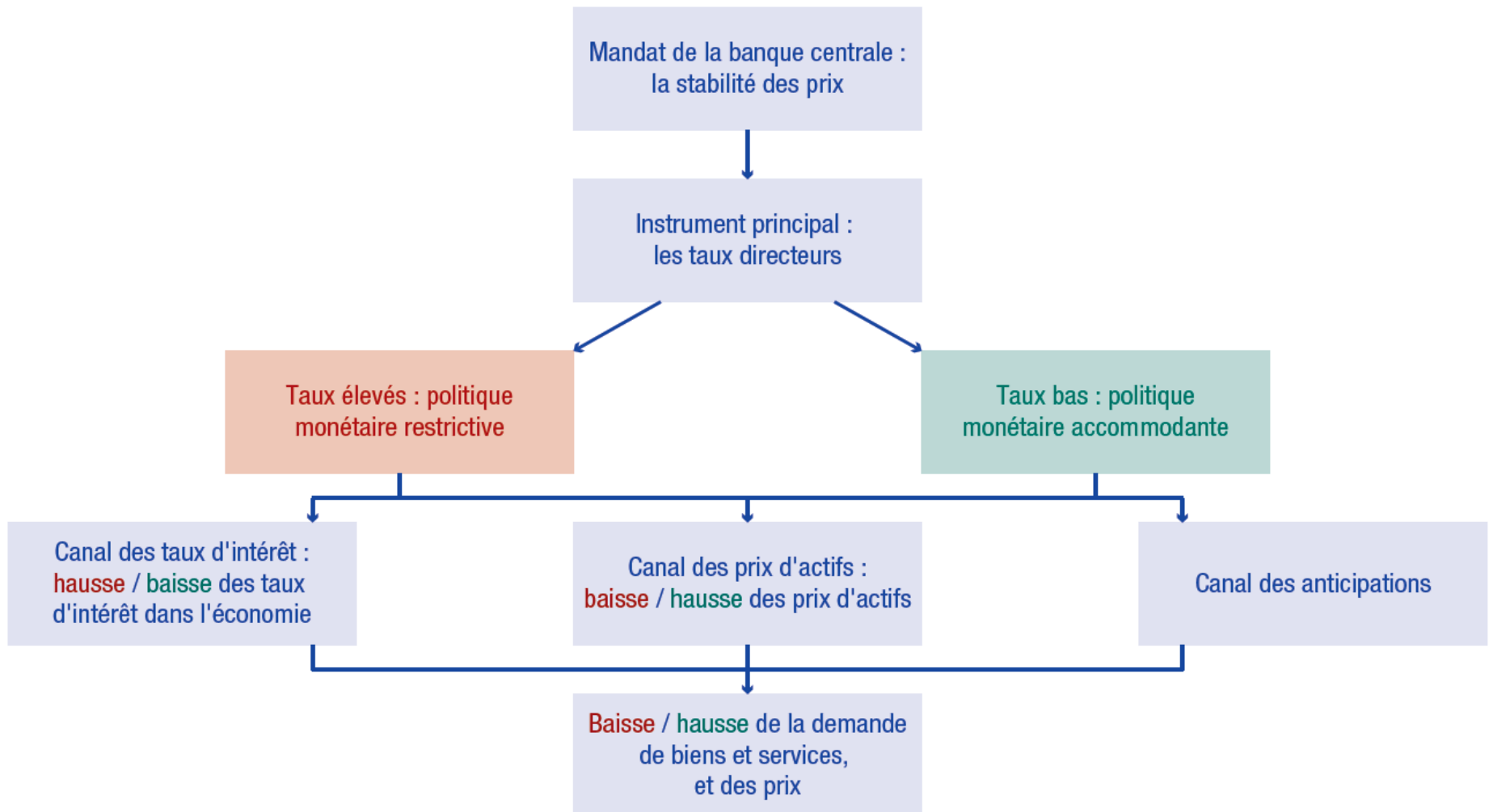




# La politique monétaire

conventionnelle

## Les canaux de transmission de la politique monétaire



# La politique monétaire

conventionnelle

## Les réserves obligatoires

Les banques commerciales doivent déposer à la banque centrale une partie des dépôts provenant de leurs clients, sous la forme de réserves obligatoires.

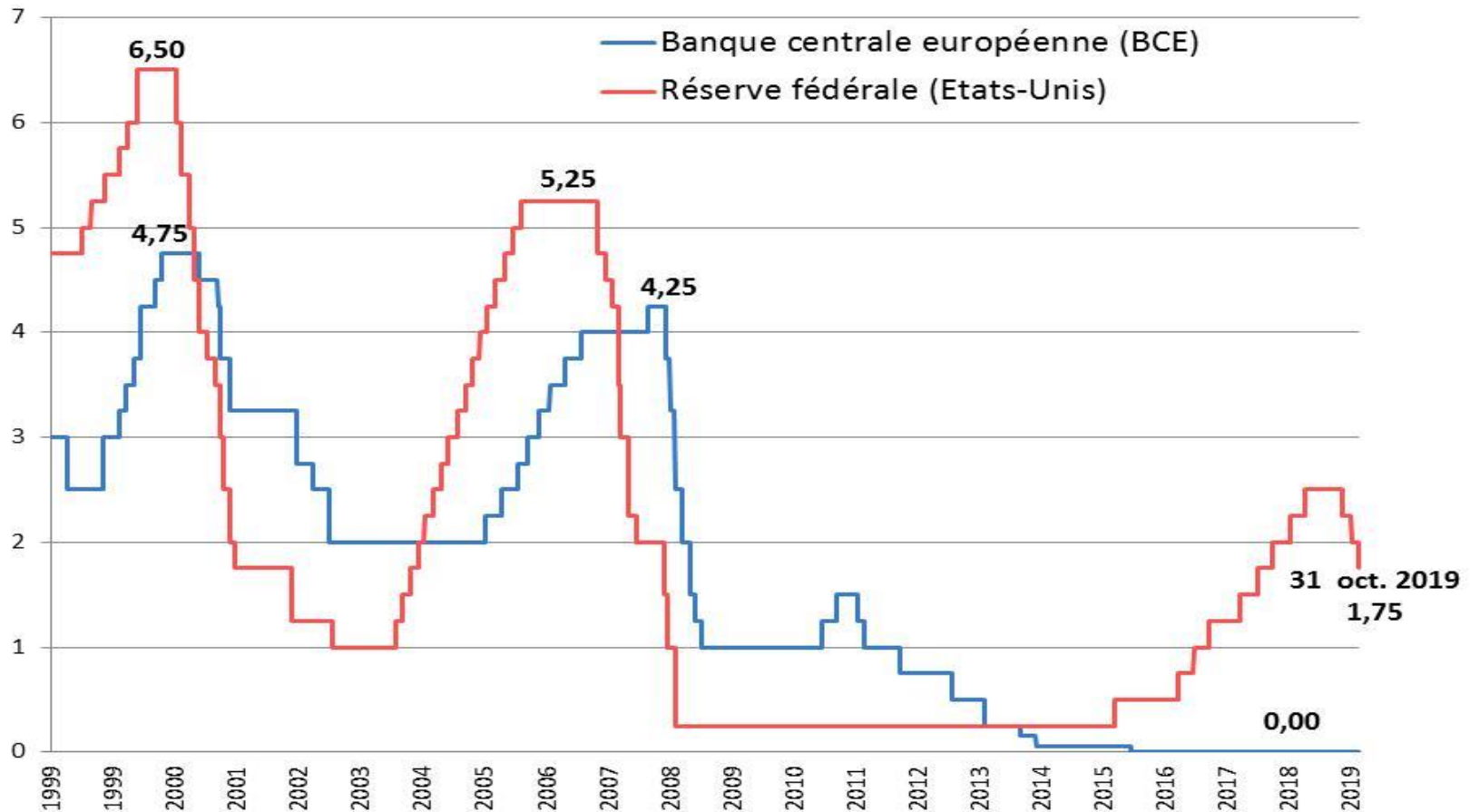
## Utilité

- Stabiliser le taux du marché interbancaire
- Augmenter l'efficacité de la transmission des taux directeurs au reste de l'économie

# La politique monétaire

Depuis 1999 (zone euro et États-Unis)

## Taux directeurs

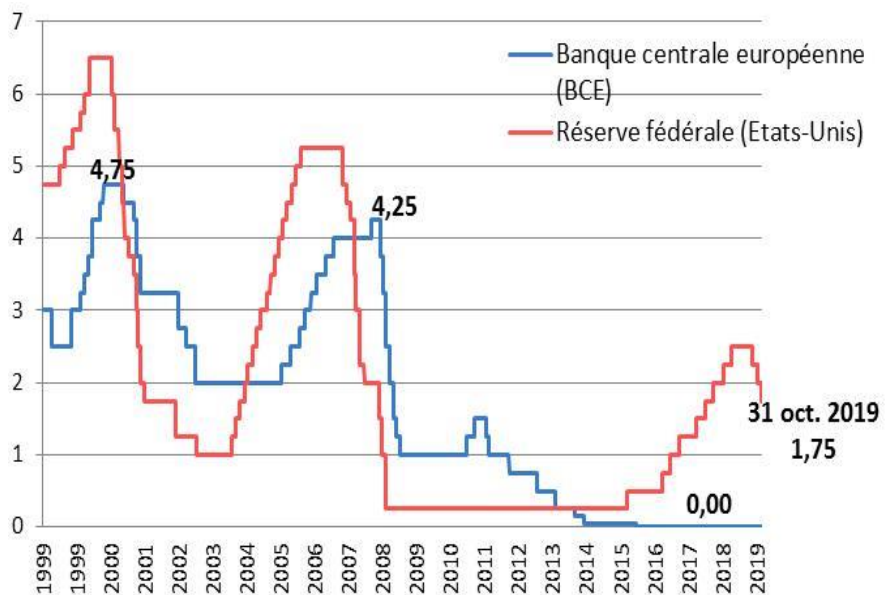


En %. Sources : BCE, FED de Saint-Louis, Banque de France.

# La politique monétaire

Depuis 1999 (zone euro et États-Unis)

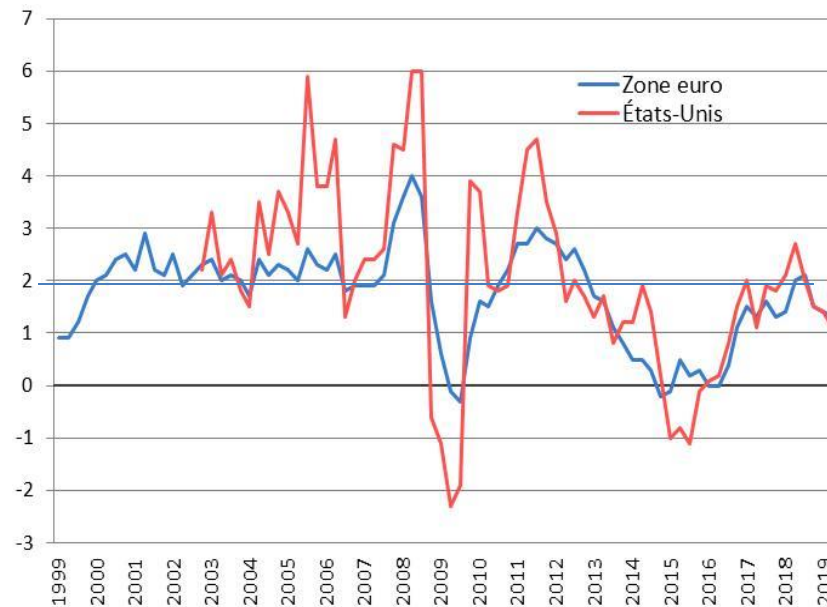
## Taux directeurs



En %.

Sources : BCE, FED de Saint-Louis, Banque de France.

## Inflation



Taux de variation annuelle IPC(H), en %.

Source : Eurostat.

# La politique monétaire

conventionnelle

## Un résumé en vidéo



1

LA POLITIQUE MONÉTAIRE, C'EST QUOI ?

2

LA POLITIQUE MONÉTAIRE CONVENTIONNELLE

3

LES POLITIQUES MONÉTAIRES NON-CONVENTIONNELLES

# Les politiques monétaires

non conventionnelles

## La crise financière, une crise systémique

- 15 septembre 2008 : **faillite de Lehman Brothers**
- 2010 : tensions extrêmes sur certains marchés de la dette souveraine
- Problème de liquidités / marché interbancaire bloqué

## La réponse initiale des banques centrales : l'approche conventionnelle

- Baisse des taux directeurs pour améliorer les conditions de financement et relancer le crédit à l'économie réelle
- Mise en place des politiques monétaires non-conventionnelles.

# Les politiques monétaires

non conventionnelles

## 4 grands types de mesures

- **Mesures de taux**

Ex. : taux d'intérêt négatifs + passage en *fixed rate full allotment* (FRFA)

- **Recours accru au guidage prospectif**

Ex. : « Le Conseil des gouverneurs prévoit (...) que les taux d'intérêt directeurs (...) resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % » (communiqué de presse BCE, sept. 2019)

- **Assouplissement des critères et conditions des prêts**

Ex. : refinancement à + long terme (LTRO, TLTRO)

- **Achats de titres : assouplissement quantitatif (QE)**



# Les politiques monétaires non conventionnelles

## Chronologie

Refinancement  
illimité à taux fixe  
Oct. 2008  
FRFA

Annonce VLTRO  
Déc. 2011  
Fév. 2012

Taux en %	Juin 2014	Sept. 2014
MRO	0.15	0.05
MLF	0.40	0.30
DFR	-0.10	-0.20

2008

2009

2010

2011

2012

2013

2014

Programme  
d'achats  
d'obligations  
d'États (SMP)  
2010

Annonce d'un  
programme d'achat  
illimité (OMT)  
finalement non utilisé  
été 2012

# Les politiques monétaires non conventionnelles

## Chronologie

Taux en %	Déc. 2015	Mars 2016
MRO	0.05	0.00
MLF	0.30	0.25
DFR	-0.30	-0.40

Taux en %	sept. 2019
MRO	0.00
MLF	0.25
DFR	-0.50*

2015

2016

2017

2018

2019

Principal programme d'assouplissement quantitatif  
Jan. 2015

Annonce TLTRO II  
Mars 2016

Arrêt des achats nets mensuels  
Déc. 2018

Annonce TLTRO III  
Juin 2019

Reprise des achats nets mensuels  
Nov. 2019

# Les politiques monétaires non conventionnelles

## Le quantitative easing

### Principe

- La banque centrale **achète des titres aux banques**
- Sur le marché **secondaire**
- De façon **massive, généralisée et prolongée**

### Effets

- Effets directs par **la baisse des taux** d'emprunt
- **Effets de portefeuille** pour les banques
- **Effet de signal**
- **Effet de change** (indirect)

# Les politiques monétaires non conventionnelles

## Le quantitative easing

### Les montants mensuels du QE européen

- 60 milliards d'euros d'avril 2015 à mars 2016
- 80 milliards d'euros d'avril 2016 à mars 2017
- 60 milliards d'euros d'avril à décembre 2017
- 30 milliards d'euros de janvier 2018 à septembre 2018
- 15 milliards d'euros sur le dernier trimestre 2018
- 20 milliards d'euros à partir du 1er novembre 2019

**2 570 mds €**

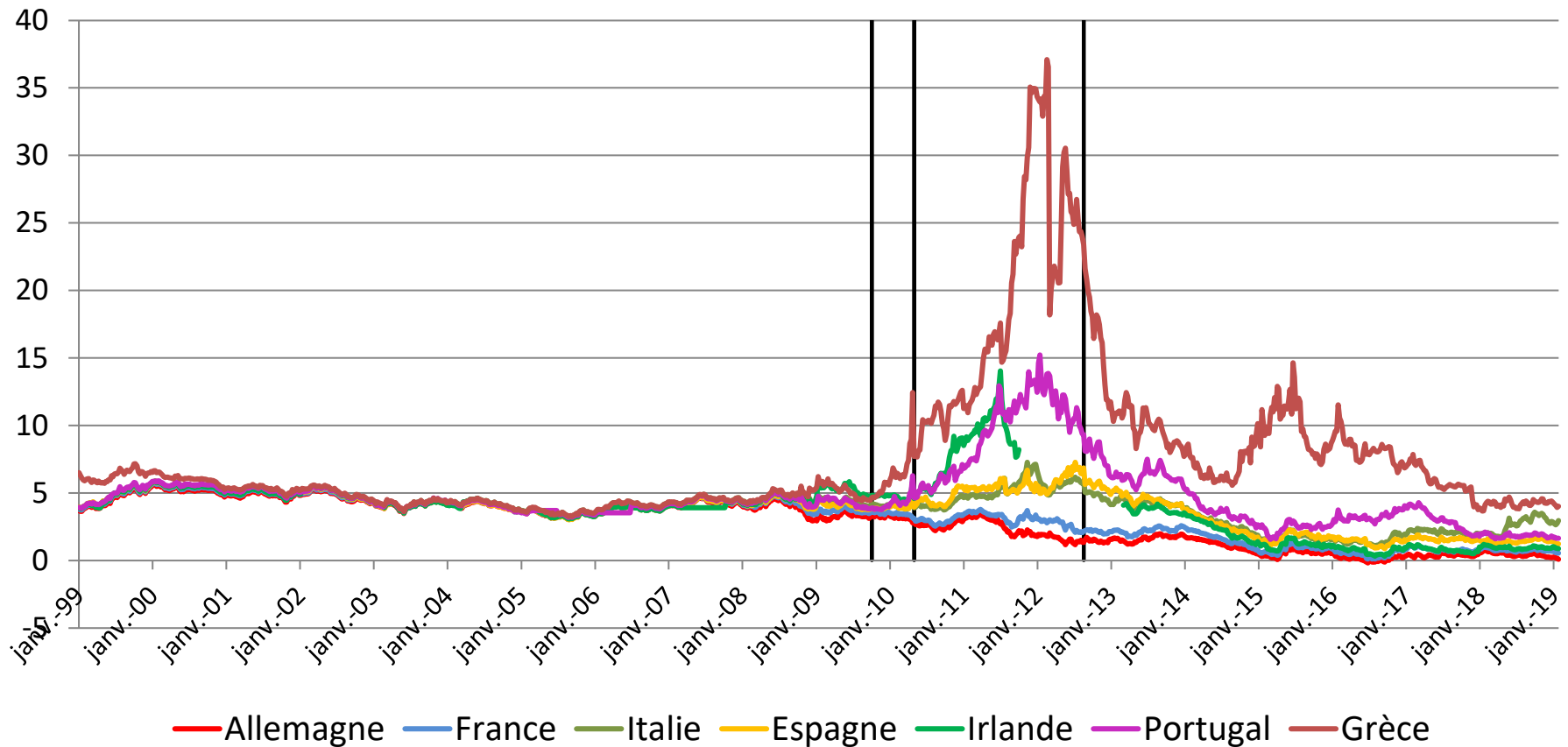
Actifs achetés par  
l'Eurosystème au titre de sa  
politique monétaire non  
conventionnelle sur 2015-2018



# Les politiques monétaire non conventionnelles

Crise de la dette souveraine en 2010-2012

## Taux obligataires souverains à 10 ans pour les pays de la zone euro (%)



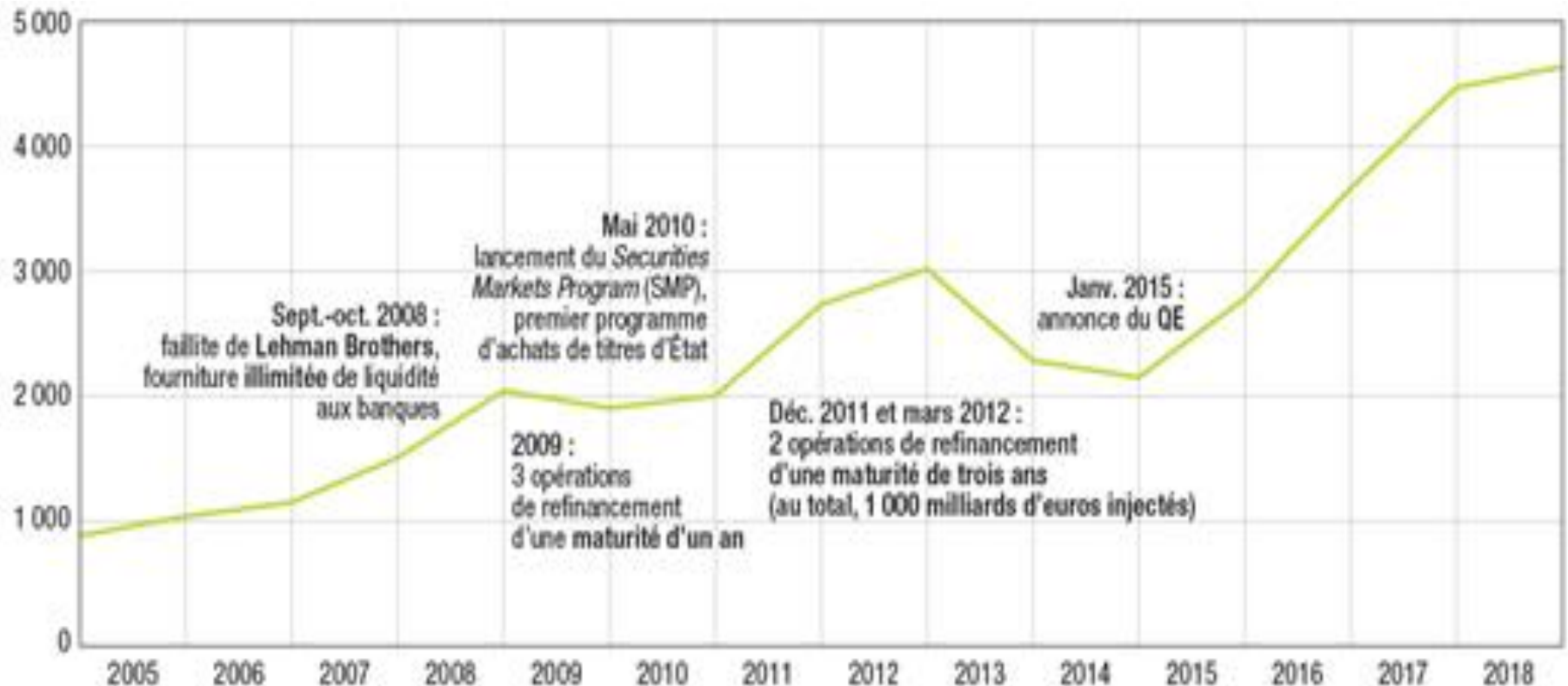
Source : Bloomberg.

# Les politiques monétaires non conventionnelles

Évolution du total du bilan de l'Eurosystème

## Évolution du bilan de l'Eurosystème

Sous l'effet des principales mesures de politique monétaire depuis 2004  
(en milliards d'euros)

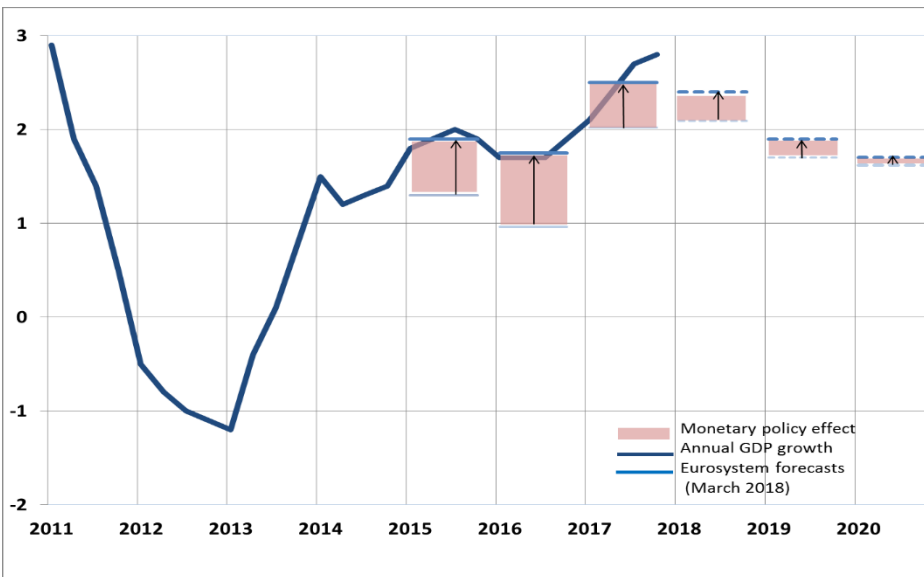


Source : Banque de France (données au 31 déc. de chaque année).

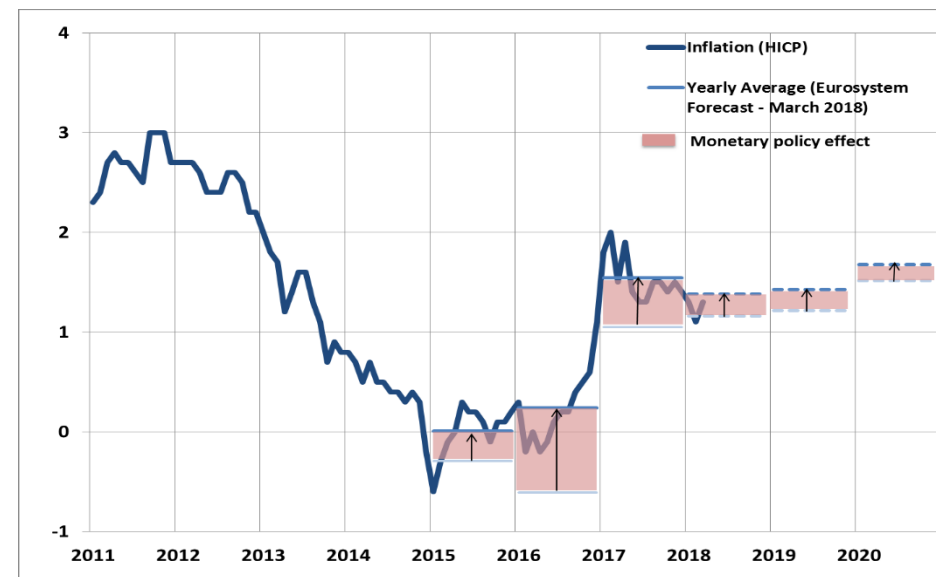
# Les politiques monétaires non conventionnelles

## Impact sur le PIB et l'inflation

### Croissance du PIB de la zone euro



### Inflation de la zone euro (IPCH)



**Impact cumulatif des mesures prises depuis mi-2014**

+1,9 % sur le PIB réel et l'IPC sur la période 2015-2020 (estimations BCE)

# La politique monétaire

non-conventionnelle

## Politique monétaire non-conventionnelle





# Les politiques monétaires non conventionnelles

## Les questions autour de la normalisation

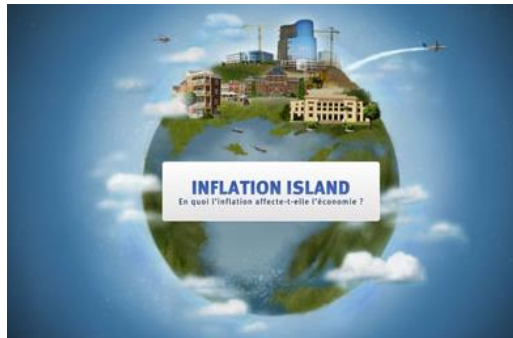
### Persistance de taux très bas : quels débats ?

- « Argent gratuit » et liquidité excédentaire :
  - Risque de mauvaise **allocation du capital** ?
  - Risque de **bulle spéculative** ?
  - Risque de **surendettement** des agents économiques ?
- Pénalise les petits épargnants ?
- Rentabilité des **établissements financiers** ?
- Quelles **marges de manœuvre** en cas de nouvelle crise ?

# La politique monétaire

Des jeux

## Inflation Island



## €conomia



## Top floor



## Concours Génération €



# Éducation économique, budgétaire et financière

Retrouvez-nous sur...

[abc-economie.banque-france.fr](http://abc-economie.banque-france.fr)



[mesquestionsdargent.fr](http://mesquestionsdargent.fr)



*Mes questions d'argent*

Le portail national de l'éducation économique,  
budgétaire et financière

[citeco.fr](http://citeco.fr)



BANQUE DE FRANCE

# COMPLÉMENTS

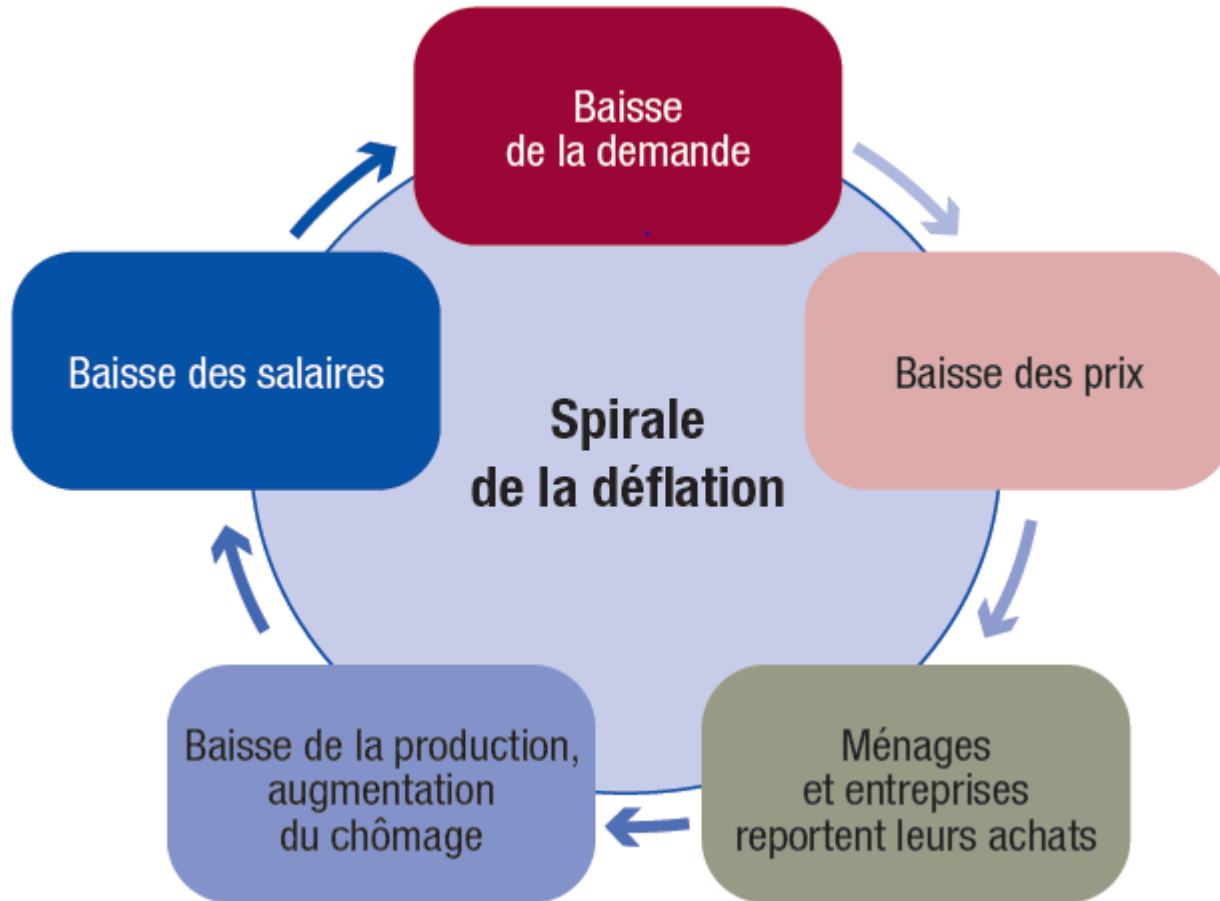
# La politique monétaire

## Schéma simplifié de la spirale inflationniste



# La politique monétaire

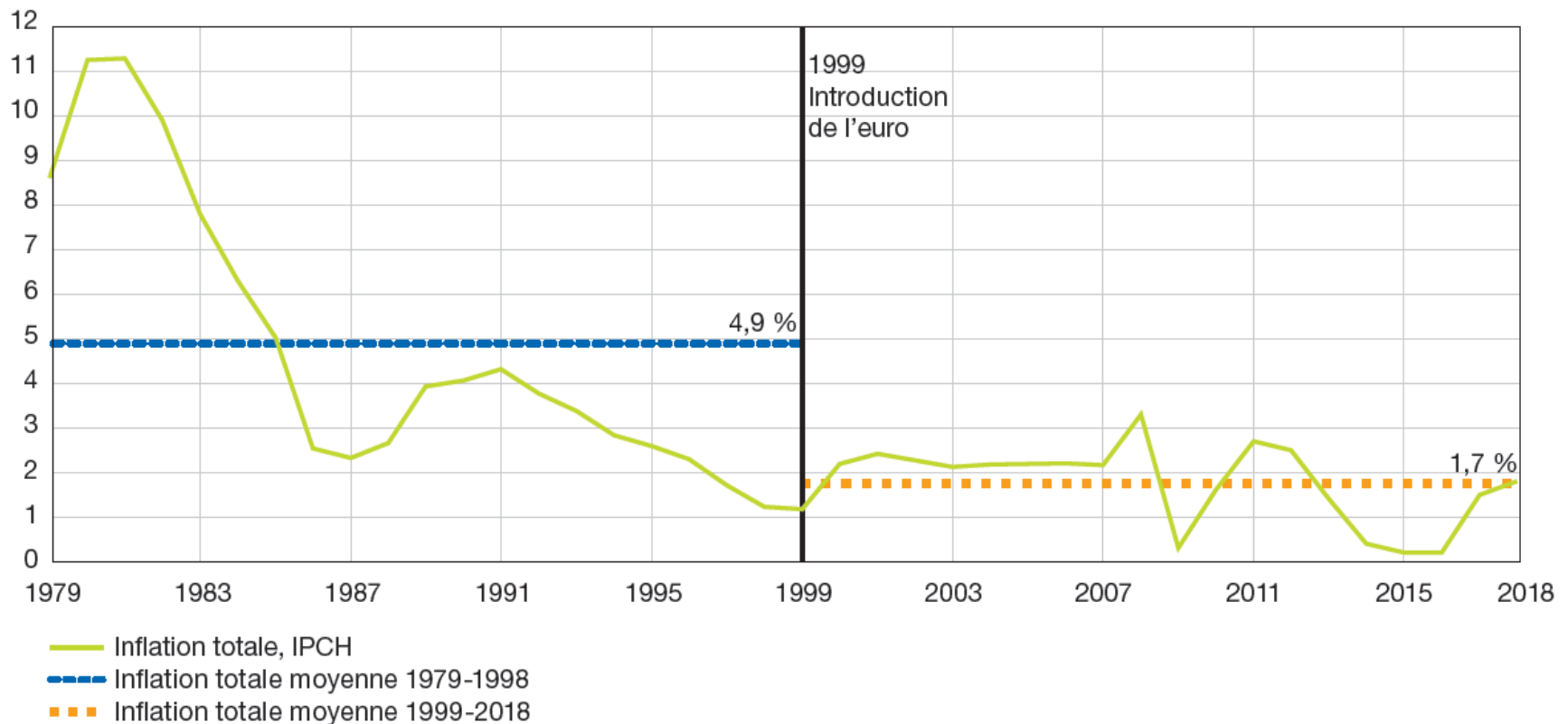
## Schéma simplifié de la spirale déflationniste



# La politique monétaire

## Inflation avant / après 1999

Taux d'inflation annuel en zone euro  
(en %)



Sources : Eurostat, AWM dataset et calculs Banque de France.

# Comment se crée la monnaie ?

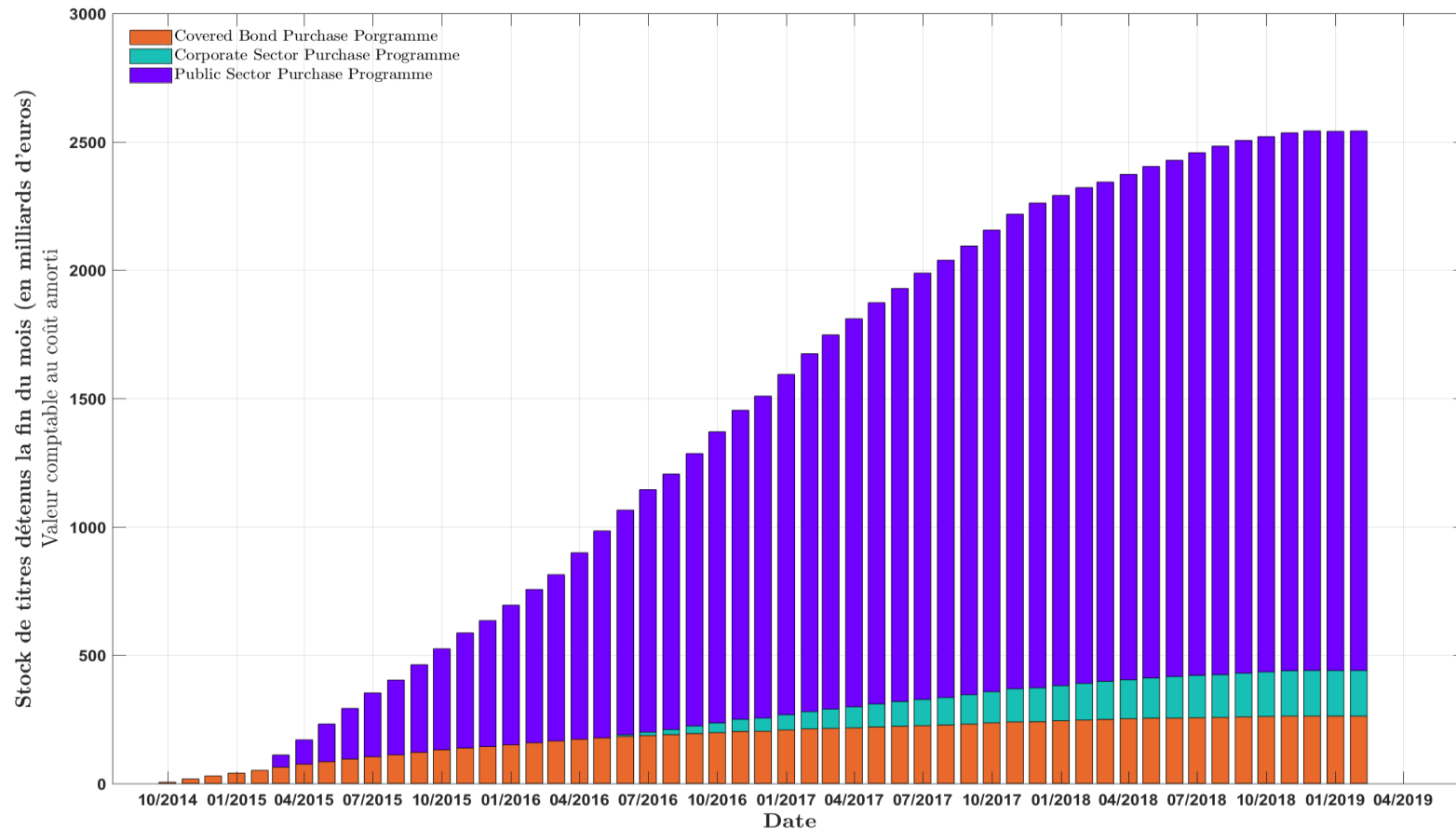
## La création monétaire





# LE PROGRAMME ÉTENDU D'ACHATS D'ACTIFS (APP) DÉCOMPOSITION

## Stocks d'actifs dans le cadre de l'APP



Source : BCE.

- La quantité de titres souverains détenus par l'Eurosystème correspond à peu près à **25%** de la dette émise par les pays de la zone euro.
- La quantité de titres obligataires du secteur privé détenus par l'Eurosystème correspond à peu près à **13%** de la dette émise.

# LES TAUX DU MARCHÉ INTERBANCAIRE

- Il existe différents taux sur le marché interbancaire :
  - **EONIA** (Euro OverNight Index Average) : taux de référence quotidien (moyenne pondérée calculée par la BCE) des dépôts/prêts interbancaires **non sécurisés et effectués au-jour-le-jour**.
  - **EURIBOR** (Euro Interbank Offered Rate) : taux de référence quotidien correspondant à la moyenne des taux auxquels les **banques de la zone euro** affirment prêter des fonds à d'autres banques de **façon non sécurisée** et ce pour différentes maturités. Il s'agit d'une moyenne de **taux déclaratifs** auprès d'un échantillon de banques<sup>1</sup> (19 en mars 2019).
- Un autre taux du marché interbancaire est en train d'être mis en place par la BCE :
  - **ESTER** (Euro Short-Term Rate) : taux de référence quotidien (moyenne pondérée) reflétant le coût des opérations d'emprunt des banques de la zone euro sur le marché interbancaire. Ce taux se base sur les emprunts **non sécurisés et effectués au-jour-le-jour par les banques de la zone euro**.

<sup>1</sup> L'enquête est réalisée quotidiennement pour différentes maturités (1 semaine, 2 semaines, 1 mois, 2 mois, 3 mois,..., 12 mois) par l'EMMI (European Money Markets Institute)